



DOCENTES DE ADMINISTRACIÓN FINANCIERA

**XXXV Jornadas Nacionales de Administración Financiera
Septiembre 2015**

ASPECTOS FINANCIEROS EN LA GESTIÓN DE LA EMPRESA Y EN LA EVALUACIÓN DE PROYECTOS DE INVERSIÓN

José Pablo Dapena

Universidad del CEMA

Juan Carlos Alonso

Universidad de Buenos Aires

Universidad del CEMA

SUMARIO: 1. Introducción; 2. Estados contables y gestión de la firma; 3. Enfoque financiero de gestión de la firma; 4. Consistencia patrimonial en la evaluación de proyectos de inversión; 5. Síntesis y principales conclusiones

Para comentarios: jd@cema.edu.ar; jalonso5@consejo.org.ar

Resumen

Los aspectos de análisis financiero juegan un papel relevante tanto en la gestión eficiente de la firma como en la evaluación de proyectos de inversión, más aún en un contexto inflacionario y de mercados de crédito restringidos. Ex ante, los proyectos de inversión se evalúan en la práctica (en la modalidad más difundida) a partir de la proyección de flujo de fondos y luego su descuento con una tasa que refleje apropiadamente la composición del costo financiero de acuerdo a las fuentes de provisión de capital, sea para la firma en su conjunto o para el accionista en particular. Ex post se utiliza en general la cuenta económica de resultados hacia los accionistas para medir el retorno económico a la luz de la inversión efectuada.

El objetivo académico del presente trabajo es rescatar y abrir el debate en el análisis ex ante y ex post económico y financiero de la firma y de sus inversiones, la importancia del estado de flujo de efectivo que a los efectos prácticos define los orígenes y las aplica-

ciones de fondos, donde no solo las ventas y los gastos definen la ecuación, sino también los incrementos de activos (como aplicación de fondos) y de pasivos (como orígenes de fondos, y sus recíprocos con el signo inverso, de manera de conciliar las posiciones con lo que al empresario realmente le interesa, para bien o para mal, que es la disponibilidad de efectivo.

Por ello la recomendación académica y profesional hacia los practicantes es: cuando se trabaja ex ante con proyecciones de flujos de fondos, realizar las mismas bajo el principio de consistencia patrimonial respecto de la hoja de balance, que garantiza que todos las fuentes y aplicaciones de fondos son considerados; mientras que cuando se trabaja ex post analizando el desempeño y rendimiento de la firma y su gestión económica y financiera, incorporar en el análisis el concepto de orígenes y aplicaciones de fondos a través de su respectivo estado, de manera que la información en su totalidad permita sustentar decisiones y a la vez explicar la eficiencia de la gestión.

1. Introducción

El objeto de negocios de una firma desde un enfoque financiero proviene del arbitraje entre fuentes de financiamiento y aplicaciones de recursos, explotando una oportunidad de negocios con el objeto de crear valor para el accionista inversor¹.

Las empresas obtienen renta por la aplicación de recursos a través de la gestión de la misma, recursos que son dirigidos hacia la existencia y explotación de una oportunidad de negocios, y esa renta es evaluada a la luz del capital invertido y del costo de oportunidad del mismo.

El manejo de la firma requiere que quienes la gestionen cuenten con información apropiada que refleje la marcha de negocios de la misma, que les permitan evaluar y analizar la gestión de la firma a la luz de los aspectos financieros, y que les permitan evaluar decisiones de inversión con un adecuado soporte de flujo de fondos que se encuentre sustentado en una proyección de los aspectos patrimoniales, de manera de evitar errores y omisiones. Todos estos aspectos que se encuentra relacionados a las cuestiones financieras adquieren mayor relevancia en contexto donde el acceso a los mercados de crédito se encuentra restringido, los mismos son poco profundos, y existen componentes inflacionarios que afectan el valor real de los activos y pasivos de la firma (aplicaciones y orígenes de recursos).

A pesar que desde lo académico y conceptual se da por supuesto el conocimiento de la función de los estados contables, ya que por ejemplo el Estado de Flujo de Efectivo es uno de los que componen los Estados Contables de la firma, y en cuyo análisis podemos citar como referencia técnicas y contables a Ostengo (2009) y Petti A. M. y Longhi P. A. (2014), en el desarrollo del presente trabajo apuntamos más hacia los aspectos de uso de los mismos para gestión y toma de decisiones de la firma, a partir de la experiencia profesional y práctica, que hacia los aspectos técnicos, regulatorios y de normas contables..

La experiencia profesional y académica nos indica que los análisis ex ante de inversiones es habitual realizarlos mediante proyecciones de flujos de fondos, y los análisis ex post a través de indicadores económicos de rentabilidad. Sin embargo en distintas oportunidades en la práctica profesional hemos encontrado situaciones en que considerar solo la cuenta de resultados no es suficiente a la luz de las finanzas para explicar los orígenes y aplicaciones de fondos y por ende la apropiada gestión de la firma. En otras hemos encontrado que las proyecciones de flujos de fondos a los efectos de sustento de la evaluación de proyectos de inversión no respetan cierta consistencia patrimonial en los orígenes y aplicaciones de fondos también.

¹ En el presente trabajo, cuando nos referimos al “accionista” de una sociedad de capital, se puede ampliar el concepto a los “propietarios” de cualquier tipo de empresa.

En la realidad el profesional varias veces se encuentra en una situación donde la cuenta económica de resultados es insuficiente para dar adecuadas explicaciones a los ejecutivos y dueños de empresas, ya que las eventuales ganancias no siempre se traducen en disponibilidad de efectivo para dividendos, lo que resta valor informativo a la eficiencia en la gestión de negocios. No significa que las ganancias no sean reales, sino que a veces se encuentran inmovilizadas en prestarle dinero a los clientes (créditos por ventas), prestarle dinero al Estado (créditos fiscales) o cancelar deudas, que en su conjunto implica un proceso de reinversión sobre el cual el accionista debe estar al tanto.

Por otro lado, la evaluación de proyectos de inversión en su metodología más difundida trabaja sobre flujo de fondos proyectados a partir de ingresos y egresos, que de no contarse con un chequeo de consistencia patrimonial de hoja de balance, puede significar subestimar (o sobreestimar) las necesidades de fondos, ya que por ejemplo pueden omitirse necesidades futuras de fondos por incremento de activos o capital de trabajo, cancelación de deuda, etc.

El objetivo académico del presente trabajo es rescatar en el análisis económico y financiero de la firma la importancia del estado de flujo de efectivo que a los efectos prácticos define los orígenes y las aplicaciones de fondos, donde no solo las ventas y los gastos definen la ecuación financiera, sino también los incrementos de activos (como aplicación de fondos) y de pasivos (como orígenes de fondos), y sus recíprocos con el signo inverso, de manera de conciliar las posiciones con lo que al empresario realmente le interesa, parabién o para mal, que es la disponibilidad de efectivo.

El presente trabajo se encuentra organizado de la siguiente manera; en la sección 2 repasamos las funciones básicas de los estados contables y financieros; en la sección 3 desarrollamos sobre el enfoque financiero en el análisis de gestión de la firma; y en la sección 4 trabajamos sobre la necesidad de consistencia patrimonial en las proyecciones de flujos de fondos a los efectos de evaluación de decisiones de inversión. En las secciones 3 y 4 hemos introducido ejemplos numéricos de manera de ilustrar de manera simple nuestros conceptos.

2. Estados contables y gestión de la firma

El objetivo de esta sección es repasar de manera sintética e intuitiva los aspectos vinculados al rol de los estados contables en la gestión de la firma, y la firma como vehículo de creación de valor desde el punto de vista financiero.

2.1 Estados contables y financieros²

Los estados contables y financieros son informes que permiten conocer la situación y perspectiva, tanto económica como financiera de la empresa, así como los cambios que experimentó la misma en un periodo determinado. Proporcionan información de los recursos con los que cuenta, los resultados que ha obtenido, la rentabilidad generada y las entradas y salidas de efectivo, entre otros aspectos financieros.

Los estados contables se componen de:

- El estado de situación patrimonial u hoja de balance
- El estado de resultados o cuenta económica
- El estado de flujo de efectivo
- El estado de evolución patrimonial
- Las notas y anexos a los estados contables
- La memoria, los informes de auditoría y otros

² Resolución Técnica F.A.C.P.C.E. 8/87, 16 y 25.

2.2 Objetivos de los estados contables y financieros

Los estados contables constituyen uno de los elementos más importantes para la transmisión de información económica sobre la situación y la gestión de entes públicos o privados, ya fueran éstos con o sin fines de lucro. El objetivo de los mismos es proveer información sobre el patrimonio de la entidad emisora a una fecha y su evolución económica y financiera en el período que abarcan, lo que permitirá facilitar la toma de decisiones económicas.

Los estados financieros son útiles por diversas razones, dependiendo de la persona que los solicite y los consulte. La situación y evolución patrimonial de un ente interesa a diversas personas que tienen necesidades de información no totalmente coincidentes. Entre ellas, puede citarse a:

- a) los inversores actuales y potenciales, interesados en el riesgo inherente a su inversión, en la probabilidad de que la empresa pague dividendos³ y en otros datos necesarios para tomar decisiones de comprar, retener o vender sus participaciones, y facilitar la comparación anual del rendimiento real de la empresa;
- b) la gerencia y la dirección, interesados en saber y exponer la forma en que la firma es gestionada y alcanza sus objetivos de negocios;
- c) los empleados, interesados en evaluar la estabilidad y rentabilidad de sus empleadores, así como su capacidad para afrontar sus obligaciones laborales y previsionales;
- d) los acreedores actuales y potenciales otorgadores de financiamiento, les puede ayudar a saber cómo están las finanzas del usuario o empresa, para determinar el riesgo de la operación y la capacidad de pago;
- e) los clientes, especialmente cuando tienen algún tipo de dependencia comercial de la entidad, en cuyo caso tienen interés en evaluar su estabilidad y rentabilidad;
- f) el Estado, tanto en lo que se refiere a sus necesidades de información para determinar los tributos, para fines de política fiscal y social como para la preparación de estadísticas globales sobre el funcionamiento de la economía.

Dado que los interesados en la información que ofrecen los estados contables son tan numerosos y de variada gama (el Estado, los diversos organismos de control, los inversores actuales y potenciales, los acreedores, los clientes y los propios administradores del ente, entre otros), existe un interés general en que los datos contenidos en dichos estados se presenten adecuadamente, de modo que la información sea útil.

2.3 Gestión de la firma y su reflejo en la información contable y financiera

El enfoque financiero de gestión de una empresa parte de la base que existe un conjunto de activos que son inmovilizados con el objetivo de obtener ingresos operativos, que netos de los gastos operativos proporcionan una renta, siendo evaluada la misma en relación al capital inmovilizado.

La renta que genera una empresa para puede definirse por la ecuación de resultados contables:

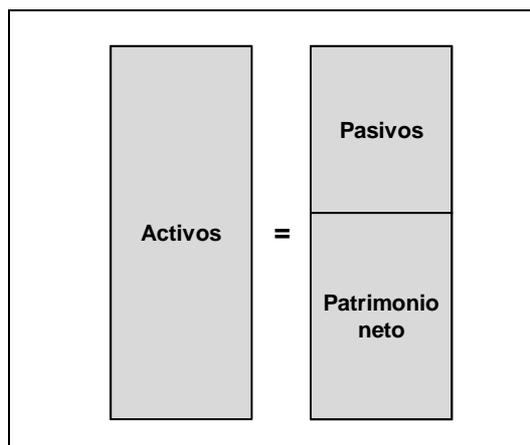
³ En un sentido más amplio, para otro tipo de empresas, su término equivalente será la “distribución de beneficios”.

+ Ventas o Ingresos operativos
- Gastos operativos erogables y no erogables
= Renta operativa
± Resultados financieros y por tenencia
± Otros ingresos y gastos
= Ganancia imponible
- Impuestos a las ganancias
= Renta hacia los accionistas

La inmovilización de recursos se materializa en una necesidad de capital o inversión en la forma de activos líquidos e ilíquidos que son asignados a un proceso productivo con el objeto de explotar dicha oportunidad de negocios, y que son financiados por proveedores de capital en la forma de contratos de deuda o de aportes de capital (participación).

Desde el punto de vista contable y financiero, el capital inmovilizado puede ser aproximado a través de la identidad patrimonial u hoja de balance:

Cuadro 1



La renta operativa se genera a partir de la gestión de la firma, y la inmovilización de recursos conlleva costos financieros, tanto efectivos (intereses) como de oportunidad (expectativa de ganancia del accionista).

El objetivo económico y financiero de la firma y de su gestión es la inmovilizar la menor cantidad de recursos (activos) y al menor costo financiero total, con el propósito de obtener el mayor nivel de renta neta, tanto de corto como de largo plazo.

El proceso de creación de valor indica que la utilidad operativa neta de impuesto a las ganancias debe ser superior al costo financiero de inmovilización de recursos.

3. Enfoque financiero de gestión de la firma

En general el desempeño en la gestión de la firma se mide a través de la cuenta de resultados, y se evalúa dicho resultado en relación al capital invertido o inmovilizado, comparando el rendimiento obtenido respecto del rendimiento requerido. Sin embargo no siempre el rendimiento obtenido se materializa en disponibilidad de efectivo, lo que en muchos casos en la práctica profesional conlleva cierto grado de confusión entre usuarios de los estados contables (por ejemplo los dueños de las empresas) que no cuentan con formación económica.

De la cuenta de resultados se obtiene el resultado operativo neto de impuestos, o el resultado hacia los accionistas, y se compara con los activos netos inmovilizados, o con el patrimonio de los accionistas respectivamente, para obtener ratios o indicadores tales como el ROI (*return on investment*), ROCE (*return on capital employed*) o ROE (*return on equity*) que son ampliamente utilizados a los efectos de medición de índices de rentabilidad sobre el capital invertido. De hecho el conocido enfoque de EVA (*Economic Value Added*) basa su medición en este tipo de indicadores.

Dos aspectos vale la pena mencionar respecto de este enfoque de rentabilidad. El primero viene dado por la manera en que se evalúa una inversión ex ante, y la que se evalúa ex post.

Ex ante los enfoques habituales de evaluación de inversiones a través de flujos de fondos descontados relacionan la inversión inicial con el flujo de fondos esperado, para determinar una tasa de descuento promedio geométrica que permite igualar el valor presente de los flujos de fondos con la inversión inicial, y que se denomina Tasa Interna de Rendimiento.

Sin embargo ex post, es habitual que los rendimientos no se miden a través del flujo de fondos obtenido durante el período, sino a través de los resultados económicos en relación al capital invertido, es decir que de alguna manera disocia el concepto de flujo de fondos (asociado a movimientos financieros) originalmente considerado al momento de la evaluación, con el de resultados económicos (asociado a resultados contables devengados) que se asocian con el concepto de rentabilidad.

Sin embargo, no es el objetivo tratar este punto en esta sección, sino desarrollar sobre una segunda observación, que viene dada por el hecho que no siempre el resultado económico se ve reflejado en el flujo de fondos, es decir que la ganancia del período se encuentra es la forma de disponibilidades o efectivo susceptible de ser retirado de la firma por el inversor.

Si bien esta situación es ampliamente reconocida en la profesión contable, que lo refleja en la diferencia que existe entre el estado de resultados y el de flujo de efectivo (originalmente denominado de origen y aplicación de fondos o de variación del capital corriente), no siempre en la práctica de la dirección de negocios y la gestión administrativa y financiera de la firma se le presta la debida atención al estado de flujo de efectivo.

En general, es la cuenta económica de resultados la que se evalúa, pero luego al momento de eventuales distribuciones de dividendos (que vendrían a ser el repago de flujo de fondos de la inversión original efectuada por los accionistas), el dinero no se encuentra disponible ya que puede haber sido usado para adquirir nuevos inventarios, cancelar deudas, adquirir equipamiento, etc.

Desde nuestro punto de vista con un enfoque financiero, la principal y casi única utilidad del Estado de Resultados proviene de exhibir cuanto se debe pagar por impuesto a las ganancias⁴, y cuánto dinero tienen derecho a llevarse los socios en caso que la firma reparta dividendos. Por ello, desde el punto de vista de las finanzas es más relevante el Estado de Flujo de Efectivo, que muestra los orígenes de los fondos, y adonde se han aplicado los mismos.

⁴Aún en el caso que la firma tenga ganancias, las mismas pueden ser nominales y no reales, y por ende el cálculo del impuesto a las ganancias grava no solo ganancias del período en curso, sino que grava ganancias de períodos anteriores acumuladas en el patrimonio neto, aspecto que ya ha sido tratado en Dapena (2014).

Por ello, es el objetivo de la presente sección desarrollar sobre el concepto de origen y aplicación de fondos, de amplia utilización en las finanzas, y su aplicación y lectura a la información contable y financiera de la empresa, de manera que se pueda enfocar la gestión de la misma desde las necesidades y las fuentes de fondos, permitiendo un estrategia de manejo más apropiada.

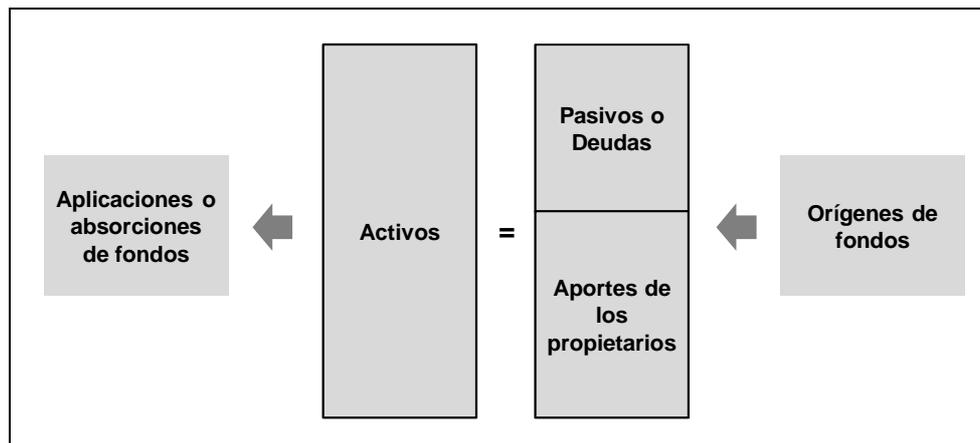
3.1 Inmovilización de recursos y su financiamiento

El punto de partida del análisis financiero proviene de la aplicación del concepto de origen y aplicación de fondos a la inmovilización de recursos de la firma.

Por un lado la firma posee activos, y dichos activos necesitan ser financiados, que pueden serlo a través de contratos de deuda (pasivos), o contratos de participación en el capital, dado por aportes de los accionistas y/o reinversión de utilidades (Patrimonio Neto), representando ambos un origen de fondos.

Los activos representan una aplicación o absorción de fondos en la firma, y los pasivos (incluyendo el patrimonio neto como un pasivo) representan el origen de los fondos.

Cuadro 2 La hoja de balance



3.2 Orígenes y aplicaciones de fondos por la gestión

a) Los resultados de la firma como origen de fondos

Los resultados de la firma hacia los accionistas reflejan la única fuente genuina de origen de fondos. El esquema en el cuadro 3 resume el resultado neto entre orígenes (ingresos) y costos y gastos (absorción o aplicaciones).

Observamos que el resultado hacia los accionistas representa un origen de fondos (cuando el mismo es positivo) que surge de la diferencia entre las ventas y los gastos y costos necesarios para operar, neto de impuestos e intereses financieros.

Retomando nuestro enfoque del rol de la cuenta de resultados desde las finanzas, la única utilidad desde lo financiero respecto del Estado de Resultados proviene de permitir determinar cuánto se debe pagar por impuesto a las ganancias, y cuánto dinero tendrían derecho a llevarse los socios en caso que la firma reparta dividendos. Por ello, como ya anticipamos, desde las finanzas es más relevante el Estado de Flujo de Efectivo, que muestra los orígenes de fondos, y donde se han aplicado los mismos.

Cuadro 3

Ventas o Ingresos operativos	Origen de fondos
Gastos y costos	Absorción de fondos
Impuestos	Absorción de fondos (origen si son reintegros)
= Renta operativa	
Resultados financieros y por tenencia	Origen y/o absorción de fondos
Otros ingresos y gastos	Origen y/o absorción de fondos
= Ganancia imponible	
Impuestos a las ganancias	Absorción de fondos
= Renta hacia los accionistas	Por residual origen de fondos

b) El flujo de efectivo

El hecho que una firma genera ingresos por ventas no necesariamente indica que esas ventas hayan sido cobradas, ya que puede venderse a plazo. En ese caso, no obstante puede haber una ganancia en los términos mencionados en 2.3 pero la misma no se encuentra materializada en disponibilidades o efectivo (y por ende en la posibilidad de repartir dividendos o reinvertir), sino que eventualmente puede encontrarse inmovilizado y pendiente de cobro por ejemplo en Créditos por Ventas. O puede haber sido reinvertido para reposición de inventarios, o puede haberse utilizado para cancelar parcial o totalmente una deuda.

De similar manera puede suceder con los gastos, ya que hay conceptos no erogables (tales como las amortizaciones y depreciaciones de bienes de uso e intangibles) que no representan una salida efectiva de dinero, o gastos que se pagan a plazo.

Siguiendo el gráfico 1 y 2, observamos que el lado derecho indica los orígenes de los fondos o recursos (deudas y patrimonio de los accionistas más resultados reinvertidos), y el lado izquierdo su aplicación (inmovilización de recursos o fondos en activos con diferentes grados de liquidez para hacer frente a las necesidades del negocio).

Por dicho motivo, toda aplicación de fondos debe tener su correlato en un origen de fondos, siguiendo el principio de partida doble. En ese sentido, incrementar el activo significa absorber fondos, que deben originarse en la disminución de otros activos, o en el incremento de los pasivos (aportes de socios, reinversión de ganancias, o incremento de pasivos, o de una combinación de estos elementos).

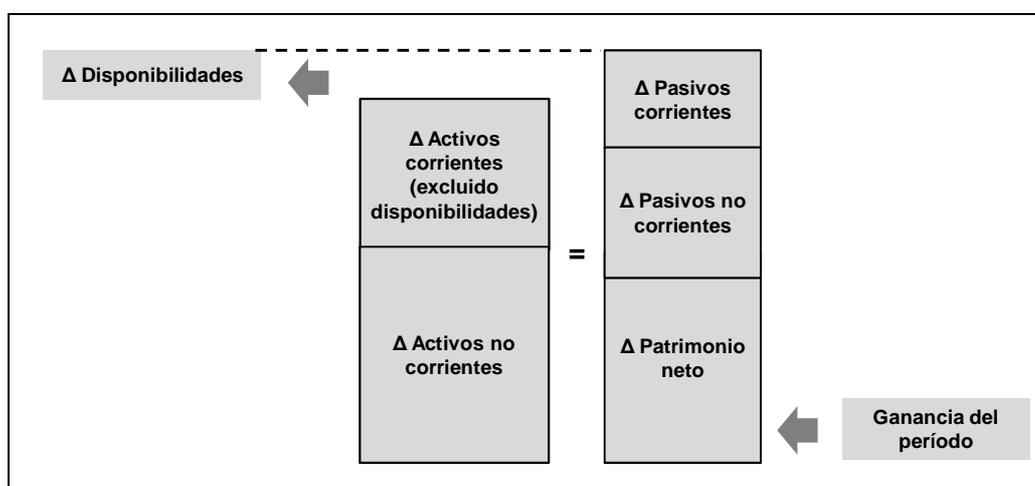
De similar manera, la cancelación de una deuda significa una aplicación de fondos, que debe ser compensada por un origen de fondos, tales como su sustitución por otra deuda, por aporte de los accionistas, o por una disminución similar en el activo (en este caso al ser una disminución se invierten los roles; la disminución del activo o el incremento de otro pasivo del patrimonio neto actúa como un origen de fondos, y la disminución del pasivo como una aplicación de los mismos, de manera de sostener el principio de partida doble u orígenes y aplicaciones de fondos.

La información acerca de los movimientos entre los orígenes y aplicaciones de fondos surge del análisis del flujo de efectivo, El mismo nos indica durante un período las fuentes u orígenes de los fondos, y su aplicación o destino, debiendo ser el mismo consistente con la posición o variación de la caja y sus equivalentes. Queda resumida en la siguiente expresión:

+ Ventas
- Gastos operativos (incluyendo amortizaciones y depreciaciones)
-intereses de deuda
-impuesto a las ganancias
-(gastos de capital - depreciaciones y amortizaciones)
-cambio en el capital de trabajo (excluyendo efectivo y equivalentes)
-pagos de deuda financiera y de largo plazo
+ emisiones de deudas financieras y de largo plazo
- dividendos distribuidos
+ aportes de capital
- variación de dinero en efectivo y equivalentes en el período

O de modo más gráfico:

Cuadro 4 Orígenes y aplicaciones de fondos o flujo de efectivo



Del análisis de la tabla y del gráfico se observa que la diferencia entre los orígenes y aplicaciones de fondos debe cuadrar exactamente con la posición de dinero en efectivo y equivalentes. Es decir que el resultado de caja no solo comprende el resultado de la firma hacia los accionistas (ventas netas de gastos, impuestos e intereses financieros y otros ingresos y egresos), sino también las variaciones de activos y pasivos, con el nivel de detalle que sea necesario. En dicho sentido, un incremento de los activos absorbe fondos, mientras que un incremento de los pasivos libera fondos (y viceversa con movimientos en sentido contrario). El análisis más en detalle permitirá evaluar si la absorción de fondos y su liberación es consecuente con los objetivos estratégicos de negocios de la firma.

El gráfico ayuda a entender la razón por la cual muchas veces la ganancias del período de una firma no se encuentra reflejada en el efectivo con que cuenta la firma, y que puede haber

sido inmovilizado en prestarle dinero a los clientes (créditos por ventas), al Estado (créditos fiscales) o cancelar pasivos o deudas, con lo cual el resultado que expone el estado de flujo de efectivo es un resultado de orígenes y aplicaciones de fondos de resultados, compensando por incrementos y disminuciones de activos y pasivos (incluyendo el patrimonio neto). Esa seguridad de donde se originan los fondos, y donde van a parar los mismos, permite a los dueños de las empresas entender de manera mucho más acabada en qué medida la misma se encuentra gestionada de forma apropiada desde lo financiero, lo cual en un contexto de mercados de créditos racionados y con inflación, adquiere mayor importancia.

Interpretando el gráfico, todo incremento del activo, disminución del pasivo o del patrimonio neto es una aplicación de fondos, y toda disminución del activo, incremento del pasivo o del patrimonio neto es un origen de fondos. En el total, las aplicaciones de fondos deben cerrar o cuadrar con los orígenes de fondos, y en el caso del Estado de Flujo de Efectivo, la diferencia entre orígenes y aplicaciones debe cerrar con la diferencia de la cuenta de disponibilidades (efectivo y equivalente).

Mientras que el Estado de Resultados permite evaluar los incrementos patrimoniales y el derecho de los accionistas a llevarse dividendos, el Estado de Flujo de Efectivo le permite saber a los accionistas dónde se encuentra el dinero ganado, lo que representa un aspecto no menor que trataremos más adelante.

Este enfoque es útil ya que quizá desde lo económico la firma cuenta con un reintegro impositivo por operaciones que realiza, que a los efectos económico puede computarse como una ganancia en el estado de resultados, pero puede darse que el Estado se demore en efectivizar ese crédito, en consecuencia desde lo financiero, es dinero que le ha sido “prestado” al Estado por los accionistas (ya que la ganancia no se encuentra en efectivo, sino pendiente de cobro, por lo que a los efectos financieros puede considerarse como un préstamo de los accionistas al Estado).

Este tipo de situaciones, que no alcanzan a ser capturadas en el estado de resultados, se pueden ver exacerbadas en un contexto inflacionario, ya que si por ejemplo esos créditos fiscales no tienen una cláusula de ajuste (tales como el tipo de cambio) o intereses financieros que lo protejan, el valor real de los mismos se ve disminuido por efectos de la inflación, situación que no es capturada por el estado de resultados por la forma en que se preparan e interpretan los mismos.

3.4 Ejemplo de análisis

El siguiente ejemplo real del balance de una firma muestra lo que se quiere exponer. En la tabla 1 se presenta la hoja de balance y la cuenta de resultados.

Del análisis se observa que la firma ha obtenido una ganancia hacia los accionistas de \$ 17,8 mm (un origen de fondos). Sin embargo se observa que la cuenta de dinero en efectivo y disponibilidades se ha incrementado en \$ 22,5 mm (aplicación de fondos), además la firma ha distribuido dividendos por \$ 3,6 mm en el período (aplicación de fondos), ha incrementado en \$ 168,6 mm el activo total neto de caja y equivalentes (aplicación de fondos) y ha cancelado o disminuido deuda de corto plazo por \$ 60 mm (aplicación de fondos). Todos estos rubros significan una aplicación de fondos (inmovilizar activos, cancelar deuda y distribuir dividendos) por \$ 254,7 mm, y siendo que el origen genuino de los fondos por resultados del período es de \$ 17,8 mm, la pregunta desde lo financiero es que ha sucedido en la firma con los orígenes y aplicaciones de fondos, de manera que permitan una adecuada comprensión para una mejor gestión financiera y por ende gestión en general de la firma.

En primer lugar simplificamos los totales en la tabla 2. Y en segundo lugar analizamos los orígenes y aplicaciones de fondos, en función de las variaciones y movimientos patrimoniales y de resultados (tabla 3).

Tabla 1

Hoja de Balance					
Activos	t=0	t=1	Pasivos	t=0	t=1
Disponibilidades y equivalentes	18.987	41.481	Deuda de Corto Plazo	100.348	39.954
Cuentas a Cobrar	137.076	157.415	Proveedores	95.588	107.169
Financiamiento a productores	24	2.926	Remuneraciones a Pagar	7.236	10.316
Inventarios	75.801	88.260	Impuestos a Pagar	11.858	29.967
Otros activos y créditos	22.038	26.336	Total Pasivos Corrientes	215.030	187.405
Total Activos Corrientes	253.926	316.418	Deuda de Largo Plazo	26.152	228.720
Activo Fijo	230.564	357.456	Impuestos a Pagar	73.940	75.862
Depósitos Legales	47.502	49.228	Total Pasivos No Corrientes	100.092	304.582
Otros Activos de Largo Plazo	4.384	4.375	Total Pasivos	315.122	491.987
Total Activos no Corrientes	282.450	411.059	Patrimonio Neto	167.776	167.776
Total de Activos	536.376	727.477	Resultados No Asignados	53.478	49.851
			Resultado del Período	17.863	
			Total Patrimonio Neto	221.254	235.490
			Total Pasivos + Patrimonio Neto	536.376	727.477
Estado de Resultados t=1					
		t=1			
Ventas Totales		1.255.079			
Gastos Directos		(151.042)			
Ingresos por Ventas Neto		1.104.038			
Costo de Ventas Total		(833.515)			
Ganancia Bruta		270.522			
Gastos operativos		(187.896)			
Depreciaciones y amortizaciones		(34.008)			
Ganancia Operativa		48.619			
Intereses de Deuda de Largo Plazo		(23.101)			
Ganancia Sujeta a Impuestos		25.518			
Impuesto a las Ganancias		(7.655)			
Resultado del Período		17.863			

Tabla 2

	t=0	t=1		t=0	t=1
Disponibilidades y equivalentes	18.987	41.481	Pasivo corriente	215.030	187.405
Activo corriente no financiero	234.939	274.937	Pasivo no corriente	100.092	304.582
Activo no corriente	282.450	411.059	Patrimonio neto	221.254	235.490
Total activos	536.376	727.477	Total pasivos	536.376	727.477

Tabla 3

Flujo de efectivo simple			
Resultado del Período	17.863	Orígenes	256.361
Amortizaciones y depreciaciones	34.008	Resultado del Período	17.863
Incremento activo corriente no financiero	(39.998)	Amortizaciones y depreciaciones	34.008
Incremento pasivo corriente	(27.625)	Emisión/Cancelación deuda LP	204.490
Gastos de Capital	(162.617)	Aplicaciones	(256.361)
Emisión/Cancelación deuda LP	204.490	Incremento activo corriente no financiero	(39.998)
Dividendos del período	(3.627)	Disminución pasivo corriente	(27.625)
Orígenes y aplicaciones	22.494	Gastos de Capital	(162.617)
Cambio en disponibilidades	22.494	Dividendos	(3.627)
		Incremento de disponibilidades	(22.494)

Del cuadro simplificado vemos que todos los números y cuentas que se encuentran en negativo es una aplicación de fondos, y lo que se encuentra en positivo es un origen, y la diferencia debe cerrar contra la cuenta de caja y disponibilidades (como sucede en el Estado Contable de Flujo de efectivo).

Del análisis financiero observamos que las causas de los cambios en las disponibilidades se deben al origen de fondos por resultados complementado con la emisión u obtención de financiamiento a largo plazo por \$ 204 mm, que ha permitido incrementar el activo corriente no financiero, cancelar parcialmente el pasivo corriente, financiar los gastos de capital o incremento del activo no corriente, distribuir dividendos y acumular caja y sus equivalente.

A continuación (tabla 4) se muestra el activo en la hoja de balance de una empresa real, que exporta y que recibe parte de sus ganancias como consecuencia de los reintegros por exportación.

Tabla 4

	2013	2014
<u>ACTIVO</u>		
Caja y Bancos	235.235	177.897
Créditos Fiscales	3.842.866	5.608.131
Créditos Por Ventas	4.871.626	2.899.064
Otros Créditos	1.063.995	70.480
Inventarios	11.120.251	17.437.566
Total del Activo Corriente	21.133.973	26.193.138
Inversiones en Propiedades	12.703.381	12.777.564
Otros Créditos	0	
Bienes de Uso	8.452.311	11.650.666
Amortización Acumulada	-4.105.241	-5.934.458
Total del Activo no Corriente	17.050.451	18.493.772
TOTAL DEL ACTIVO	38.184.424	44.686.910

Observamos que, en 2013, los créditos fiscales (dinero adelantado al Fisco o pendiente de cobro) ascendía a ar\$ 3,8 millones, sobre un activo corriente de ar\$ 21,1 millones, lo que re-

presenta un 18% de aplicaciones de capital que podrían encontrarse financiando inventarios, máquinas, etc., y sobre el cual la firma no solo no recibe renta sino que además en caso de estar en pesos argentino, se encuentra expuesto al efecto de la inflación. En el año 2014, el monto se incrementa a ar\$ 5,6 millones sobre un total de ar\$ 26,2, para un porcentaje de 21%.

Este análisis muestra que los resultados no siempre son consistentes con la sensación de los dueños de las empresas, que buscan ver reflejados esos resultados en dinero en efectivo, y que de no considerarse el flujo de fondos financiero, en un contexto inflacionario puede llevar a decisiones que desde lo económico pueden ser atractivas, pero desde lo financiero terminan imponiendo un costo adicional.

4. Consistencia patrimonial en la evaluación de proyectos de inversión

El punto que desarrollaremos en esta sección se encuentra relacionado con lo tratado en la sección anterior, en lo que respecta a la utilidad de los estados contables en la gestión financiera de la firma.

En este caso el análisis se asocia a la evaluación de inversiones y de proyectos de inversión, y a los modelos que sustentan las decisiones al respecto.

4.1 Enfoque estándar

a) Modelos de valuación

La literatura⁵ considera cuatro grandes grupos de herramientas y enfoques de valuación que pueden ser utilizados para estimar el valor de un activo, del tipo que fuese:

- Valuación por flujo de fondos descontado: el valor de un activo se obtiene a partir de descontar el valor esperado del flujo de fondos libre que genera dicho activo, a través de una tasa de descuento que refleja apropiadamente la clase de riesgo de dichos flujos de fondos.
- Valuación por costo histórico, de reposición o de liquidación: el valor de un activo se encuentra determinado por su costo de incorporación, liquidación y/o de reposición independientemente del flujo de fondos asociado al mismo.
- Valuación relativa o por comparables: el valor de un activo es estimado a partir de utilizar como referencia el valor de mercado observado (sea por transacciones de mercado de capitales o privada) de activos que sean comparables en cuanto a perfil de riesgo y tipo de negocios.
- Valuación contingente: el valor de un activo se calcula utilizando un enfoque de opciones financieras (tales como *calls* y *puts*, o derechos de compra y venta) dado que las características de flujo de fondos de los mismos pueden ser asimilados a dicho contratos financieros.

Dentro de la evaluación de inversiones, el modelo más utilizado es el modelo de flujo de fondos descontado, cuya construcción implica una proyección de flujo de fondos en términos de ingresos y egresos financieros con sustento de las premisas de mercado, operativas, económicas y legales utilizadas a tales efectos.

Bajo este enfoque, el modelo de flujo de fondos descontado permite valorizar un negocio a partir de los flujos de fondos futuros que el mismo genera, descontando por una tasa de retor-

⁵ Damodaran (2012), Van Horne (1997), Sapag Chaín (2001), etc.

no que refleje apropiadamente las características de riesgo de la oportunidad de negocios y las oportunidades de inversión alternativas para los inversores.

En este método de descuento de flujo de fondos futuros, se utilizan modelos para responder a la hipotética pregunta de: “¿Si este negocio y su flujo de fondos asociado cotizase en un hipotético mercado de capitales, que valor de mercado tendría?” para de esa manera calcular el valor justo que un inversor en el mercado pagaría por el mismo.

El modelo de flujo de fondos descontado está dirigido a estimar el valor presente en su equivalente en dinero cash de una oportunidad de inversión. Para ello se utiliza en el cálculo de la tasa de descuento un modelo de estimación de costo de capital basado en la perspectiva de un inversor diversificado que invierte en el mercado de capitales en empresas con cotización pública (usualmente en la práctica el modelo CAPM) y por ende empresas cuyas acciones poseen liquidez.

b) Flujo de fondos hacia la firma y hacia el accionista

Dentro del método de flujo de fondos descontado, encontramos dos tipos de aplicaciones, que vienen dadas por el modelo de flujo de fondos descontado hacia la firma, y hacia el accionista.

La única diferencia entre ambos modelos viene dada por el flujo de fondos que proyectan, y la respectiva tasa de descuento. Esto es así ya que en el modelo de flujo de fondos hacia la firma se proyectan flujo de fondos operativos netos de impuestos y descuentan los mismos al costo promedio ponderado del capital (WACC, por sus siglas en inglés) para obtener un estimación del valor presente de la firma en su conjunto (el valor hacia lo accionistas se obtiene de manera indirecta a través de deducir del valor presente de la inversión los pasivos de largo plazo), en el modelo de flujo de fondos hacia el accionista, el valor hacia los mismos se obtiene de manera directa a través de la proyección de los flujos de fondos libres hacia los mismos que permiten la posibilidad de distribuir dividendos y, por lo tanto, los fondos así determinados se descuentan al costo de capital propio.

Cuadro 5 Flujo de fondos hacia la firma y el accionista

<p>Ganancia operativa</p> <ul style="list-style-type: none"> - Impuesto a las ganancias - (gastos de capital - depreciaciones y amortizaciones) - cambio en el capital de trabajo no financiero <hr style="border: 1px solid red;"/> <p>= Flujo de fondos libre de la empresa, constituye la base para la evaluación de proyectos de inversión</p>	<p>Ganancia operativa</p> <ul style="list-style-type: none"> -intereses de deuda -impuesto a las ganancias -(gastos de capital - depreciaciones y amortizaciones) -cambio en el capital de trabajo no financiero -pago de deuda + emisiones de deuda <hr style="border: 1px solid red;"/> <p>= Flujo de fondos libre del accionista, constituye la base para la valuación de dividendos</p>
--	--

La gran diferencia entre ambos modelos proviene de la existencia, incorporación y efectos de las decisiones de financiamiento a través de deuda, ya que en caso que no haya deuda financiera de largo plazo, los dos modelos colapsan en el esquema (se eliminan los intereses financieros y emisiones y cancelaciones de deuda como origen y aplicación de fondos), y de la utilización de una tasa de descuento promedio ponderada de todas las fuentes de financia-

miento en el primer caso (neta de beneficios impositivos en el caso de intereses de deuda), y del costo del capital para el accionista en el segundo caso.

Sin embargo ante la posibilidad de incorporar en la firma o en los proyectos de inversión el endeudamiento financiero de largo plazo, los dos modelos tienden a divergir, máxime aun cuando el nivel de apalancamiento financiero es variable en el tiempo.

Más allá de la elección de uno u otro modelo, en todos los casos se realiza una proyección de flujo de fondos operativos, que neto de reinversiones por incrementos del capital de trabajo y de gastos de capital, permite determinar el flujo de fondos libres, siendo este el esquema usualmente utilizado en la construcción.

4.2 Problemas de consistencia patrimonial en las proyecciones de flujos de fondos

De la experiencia en el análisis financiero de la evaluación de proyectos de inversión, la primera conclusión es la dificultad que posee los practicantes de la disciplina en incorporar conceptos de análisis de cuentas patrimoniales al análisis, tales como las absorciones de fondos futuras por necesidades de capital de trabajo como sustento del crecimiento o como política comercial (si se vende a crédito, la venta figura como ganancia, pero el efectivo no ingresa a la firma, lo que implica una absorción de fondos), o el crédito por reintegros fiscales devengados pero no percibidos, lo que también implica una absorción de fondos.

En segundo lugar, se subestiman los efectos del origen y aplicación de fondos por endeudamiento. Si bien un proyecto puede generar ganancias desde el punto de vista contable y económico, ese flujo de fondos puede dirigirse inicialmente a cancelar deuda financieras tomada a tales efectos, o puede dirigirse a reponer inventarios, lo que implica que la ganancia no se encuentra líquida, y recordemos que un proyecto de inversión vale en función de la caja que genera para los inversores.

Esta situación representa un error metodológico grave en la evaluación de proyectos de inversión, ya que si solo se construye un flujo de fondos general, se puede estar incurriendo en un error de proyección en los mismos, omitiendo necesidades de fondos.

Esta omisión, como lo pueden ser también las necesidades de capital futuras para sostener las escalas de planta que permiten un mayor crecimiento, o algunos gastos operativos no considerados inicialmente, llevan a una sobreestimación de los flujos de fondos y por ende a una sobre valoración de los proyectos de inversión. En dicho sentido en general función como los casos de finanzas personales, donde el presupuesto de gastos de vacaciones se arma en base a una agregación de conceptos (viaje, alojamiento, etc.) con el riesgo de olvidarse de algún concepto, y por ende en general las vacaciones terminan absorbiendo mayor efectivo que el que originalmente se preveía.

En general estas situaciones pueden ser tipificadas como situaciones donde las proyecciones de flujo de fondos no respetan un principio básico de consistencia patrimonial. Este principio supone que los flujos de fondos proyectados deben cuadrar con el estado de situación patrimonial u hoja de balance en cada momento del tiempo, de manera de asegurar la consistencia patrimonial de los flujos de fondos que sustentan el valor y por ende evitar cualquier error, sobreestimación o subestimación, que puede poner en riesgo tanto la determinación de flujo de fondos, como así también las necesidades de mismo (y por ende incurrir en un error de estimación de sub financiamiento).

Por ello la práctica profesional nos ha llevado a sugerir, chequear e implementar de manera continua y recomendada en la evaluación de proyectos de inversión, a la necesidad de proyectar no solo los flujos de fondos, sino a proveer a los mismos de un control de consistencia patrimonial a través de la proyección de estados de resultados, flujos de fondos, y proyección de la situación patrimonial.

El principio de consistencia patrimonial, expone que el patrimonio neto de una firma al cierre de un período, calculado como el activo al cierre del período menos el pasivo al mismo momento, debe ser igual al patrimonio inicial, más las ganancias del período, más (menos) los ajustes del período al patrimonio, menos los dividendos pagados en el período, lo que representa un control cruzado de auditoría contable para chequear la consistencia patrimonial del modelo y la validez de sus resultados, de la correcta estimación de sus flujos de fondos y por ende de la valuación que se obtiene de los mismos y las decisiones que ello conlleva.

Este control de auditoría y consistencia, permite evaluar si los flujos de fondos proyectados son consistentes con la evolución de las cuentas patrimoniales de la firma, para chequear excedentes, errores de cálculo u omisiones en los flujos de fondos, que obviamente repercutirían en el valor presente calculado.

A modo de ilustración del principio contable al que hacemos referencia, se expone el siguiente ejemplo: si una empresa al comienzo del período tiene \$ 1000 de activos, y \$ 500 de deudas, su patrimonio neto por diferencia entre lo que tiene y debe es de \$ 500.

Si durante el período, las ventas menos gastos e impuestos determina un resultado o ganancia hacia los accionistas de \$ 200, el patrimonio neto en principio debería incrementarse en dicho monto.

Si por el otro lado se reparten dividendos por \$ 100, significa que el patrimonio neto se reduce en \$ 100.

Como resultado, el patrimonio neto inicial de \$ 500, más las ganancias de \$ 200, menos los dividendos de \$ 100 implica que por dinámica del mismo, el patrimonio neto al cierre debería ser de \$ 600.

Por ende los activos de la firma al cierre, netos de los pasivos al mismo momento del tiempo, deben sumar \$ 600 para que las identidades contables cuadren y el estado patrimonial u hoja de balance cuadre, ya que caso contrario hay omisiones o excedentes de flujos de fondos no considerados lo cual implica una inconsistencia entre la realidad (o las proyecciones) y lo que muestra o proyecta la información contable.

Si por ejemplo el activo contabilizado al cierre es de \$ 1000 y los pasivos de \$ 500, el patrimonio al cierre por diferencia sería de \$ 500, mientras que por dinámica patrimonial de \$ 600 como supusimos, lo cual implica que el modelo de proyección tiene un error de cálculo en los flujos de fondos (en el caso ejemplificado, la firma tiene menos dinero que el que dice o debería tener, o sea le falta dinero).

En caso que el patrimonio neto al cierre fuese de \$ 1200, significa que la firma NO distribuyó dividendos, ya que debería tener \$ 1100 por evolución patrimonial y tiene \$ 1200 por diferencia entre activos y pasivos.

En los flujos de fondos proyectados, las variables patrimoniales que inciden viene dadas por la evolución del capital de trabajo, de los gastos de capital y del nivel de endeudamiento, elementos que permiten la proyección patrimonial para asegurar la consistencia, y por ende la real necesidad de fondos en su origen, y su aplicación.

Por ejemplo, si en un proyecto se prevé cancelar deuda, en el modelo de flujo de fondos hacia la firma para evaluar proyectos este aspecto financiero no entra en juego, lo que lleva a una sobreestimación de los flujos de fondos libres, ya que parte de los fondos generados tienen su aplicación de deuda y por ende no son de libre utilización o acumulación.

La posibilidad de pagar dividendos y por ende generar valor en efectivo para el accionista viene dada por la existencia de dinero en efectivo, que es neto de reinversiones y de cancelación de deudas, aspectos no siempre considerados.

Así también el componente de Impuesto al valor Agregado IVA muchas veces no es considerado en la cuenta económica de resultados, ya que su efecto es neutro; sin embargo supongamos se compra una máquina que genera elevado crédito fiscal al inicio, y que luego de un año puede comenzar a recuperarse a través del IVA ventas, este dinero inmovilizado representa una aplicación de fondos que debe ser considerada a los efectos de la evaluación de proyectos de inversión, ya que es un dinero que se le “adelanta o presta” al Estado, que no paga

intereses compensatorios. Lo mismo puede suceder con reintegros fiscales por promociones, que no obstante pueden computarse como una ganancia, hasta tanto los mismos no sean efectivizados representa nuevamente dinero adelantado al Estado equivalente a un bono.

Un error frecuente en la evaluación de proyectos de inversión es considerar como absorción de fondos la totalidad del capital de trabajo no financiero; esto solo es válido en el período inicial, luego son solo las variaciones las que absorben o liberan fondos y por ende afectan el flujo de fondos proyectado.

Por ello, en cualquier escenario de proyección de flujo de fondos, los mismos deben controlarse a partir de un chequeo de la consistencia patrimonial y cuadrar con la hoja de balance proyectada. En caso que el modelo no cuadre patrimonialmente, se deben ajustar los respectivos orígenes o aplicaciones de fondos de uso discrecional (tales como los dividendos) para que la ecuación patrimonial proyectada cierre contablemente de manera consistente, ya que no es admisible un modelo con inconsistencia patrimonial porque el mismo es por un lado irrealizable (es como que un automóvil funcione sin combustible) y además siendo el valor el resultante del flujo de fondos proyectado, y por estar el mismo mal calculado, las decisiones resultantes se encuentran mal sustentadas).

4.3 Ejemplo de aplicación

A modo de ilustración presentamos el siguiente ejemplo, que se basa en un crédito solicitado en un banco de primera línea de Argentina, y en la que se solicita se presente la proyección de flujo de fondos, que se expone en la tabla 5.

Tabla 5

PROYECCION DE CASHFLOW						
<i>Cifras en miles</i>						
	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Ingresos operativos		92.090	121.873	177.638	273.973	447.955
Gastos operativos		-54.643	-65.201	-78.519	-95.451	-117.799
Salarios y cargas sociales		-33.254	-40.902	-50.310	-61.881	-76.114
Gastos administrativos		-1.736	-1.837	-1.943	-2.056	-2.175
Gastos comerciales		-2.038	-2.156	-2.281	-2.414	-2.554
Mantenimiento edificio y equipos		-5.417	-5.731	-6.064	-6.415	-6.787
Energía		-7.369	-8.548	-9.916	-11.502	-13.343
Conectividad		-1.733	-1.834	-1.940	-2.052	-2.171
Impuestos y tasas		-2.763	-3.656	-5.329	-8.219	-13.439
Depreciaciones y amortizaciones		-334	-537	-736	-912	-1.217
EBIT		37.447	56.673	99.120	178.522	330.156
Intereses ganados						
Intereses perdidos		-2.175	-2.458	-2.778	-3.139	-3.547
Ganancia imponible		35.272	54.215	96.342	175.383	326.609
Impuesto a las Ganancias		-12.345	-18.975	-33.720	-61.384	-114.313
Ganancia hacia el accionista		22.926	35.239	62.622	113.999	212.296
Depreciaciones y amortizaciones		334	537	736	912	1.217
Variaciones en capital de trabajo (activos / pasivos)		-1.625	-842	-7.032	-3.250	-1.462
CAPEX (Gastos de capital o incremento activos no corrientes)		-3.336	-5.365	-7.359	-9.116	-12.166
CAPITAL CASH FLOW		18.299	29.569	48.967	102.545	199.884
Deuda bancaria LP	45.000					
Repago de capital de deuda		-4.872	-4.872	-4.872	-4.872	-4.872
EQUITY CASH FLOW - CF neto		13.427	24.697	44.095	97.673	195.012
VALOR			212.144			

Del análisis observamos que el flujo de fondos libre para el accionista, que se puede asociar a un dividendo ya que se encuentra neto de necesidades de reinversión y de repago de deuda, determina un valor presente a una tasa del 15% de \$ 212 mm.

Este mismo caso fue presentado como ejercicio práctico en el marco de la Maestría en Finanzas, para lo cual se requirió se complementase con una proyección de la hoja de balance patrimonial, la cual se muestra en la tabla 6.

Tabla 6

PROYECCION DE HOJA DE BALANCE						
Cifras en miles						
	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Activo Corriente	50.000	75.426	98.103	152.300	242.063	268.202
caja y bancos	50.000	61.591	79.865	125.613	200.903	200.904
Bienes de cambio		6.500	8.531	12.538	19.338	31.618
creditos por venta		3.800	5.029	7.330	11.305	18.484
Otros creditos		3.535	4.678	6.819	10.517	17.195
Activo No Corriente	0	38.000	43.365	50.724	59.840	72.006
Bienes de uso inversiones		38.000	43.365	50.724	59.840	72.006
Total Activo	50.000	113.426	141.468	203.024	301.903	340.208
Pasivo Corriente	0	54.461	71.297	105.052	162.023	264.913
Deudas bancarias		22.809	30.186	43.998	67.858	110.950
Proveedores		23.338	30.886	45.018	69.432	113.523
Remuneracion y CsSc		8.314	10.226	16.036	24.733	40.440
Pasivo No Corriente	45.000	36.000	27.000	18.000	9.000	0
Deuda bancaria	45.000	36.000	27.000	18.000	9.000	0
Total Pasivo	45.000	90.461	98.297	123.052	171.023	264.913
Patrimonio Neto	5.000	22.966	43.171	79.972	130.880	75.295
Pasivo + Patrimonio Neto	50.000	113.426	141.468	203.024	301.903	340.208

De análisis de la información, observamos que el activo es igual al pasivo más el patrimonio neto, lo cual representa la ecuación de identidad contable.

Sin embargo cuando se trata de conciliar la proyección de flujo de fondos con la hoja de balance proyectada a los efectos de determinar la consistencia patrimonial, observamos las siguientes inconsistencias:

- Para 2015 el patrimonio neto contable se incrementa en \$ 17,9 mm, siendo que desde el flujo de fondos se obtiene un flujo libre para el accionista de \$ 13,4 millones, que se asume distribuido en dividendos.
- Siendo que el excedente de caja es nulo ya que se distribuyen los flujos libres como dividendos, no se explica el incremento de caja de \$ 11,1 mm de 2015.
- el capital de trabajo es negativo en 2015 (es decir que libera fondos), sin embargo en el flujo de fondos absorbe fondos por \$ 1,6 mm.
- los bienes de uso netos se incrementan en \$ 38 mm, sin embargo el capex (gastos de capital) del primer año netos de amortizaciones y depreciaciones asciende a \$ 3 mm.

Todos estos aspectos de inconsistencia del flujo de fondos con la hoja de balance, refleja algún tipo de inquietud en la manera en que el flujo de fondos se proyecta, su verdadero cálculo y estimación, y el valor que de ello resulta.

El gran riesgo de este problema de inconsistencia patrimonial es que los flujos de fondos libres (y por ende los dividendos) se encuentra sobrestimados, y por ende también el valor presente calculado, y que la decisión de inversión que se tome al respecto se encuentra mal fundamentada, o en su defecto, que las necesidades de fondos sean mayores a las previstas y no se cuente con el adecuado financiamiento.

Un proceso sano de proyección de flujo de fondos requiere del chequeo de la consistencia patrimonial con la proyección de la hoja de balance, de manera de brindar consistencia a los flujos, y evitar omisiones y cálculos incorrectos que pueden sustentar decisiones equivocadas en cuanto a determinación de valor, de inversiones y de necesidades de financiamiento.

5. Síntesis y principales conclusiones

Los aspectos de análisis financiero juegan un papel relevante tanto en la gestión eficiente de la firma como en la evaluación de proyectos de inversión. Ex ante, los proyectos de inversión generalmente sobre la base de una proyección de flujo de fondos y luego su descuento a valor presente con una tasa que refleje apropiadamente el costo financiero de las fuentes de provisión de capital, sea para la firma en su conjunto o para el accionista en particular. Por otra parte, el análisis ex post de la gestión de negocios económica y financiera utiliza la cuenta económica de resultados para medir el retorno económico a la luz de la inversión efectuada.

El objetivo académico del presente trabajo ha sido el de rescatar desde los aspectos de gestión y análisis en la práctica ex ante y ex post, la importancia del estado de flujo de efectivo que a los efectos concretos define los orígenes y las aplicaciones de fondos, donde no solo las ventas y los gastos definen la ecuación, sino también los incrementos de activos (como aplicación de fondos) y de pasivos (como orígenes de fondos, y sus recíprocos con el signo inverso, de manera de conciliar las posiciones con lo que al empresario realmente le interesa, para bien o para mal, que es la disponibilidad de efectivo.

A pesar que desde lo académico y conceptual se da por supuesto el conocimiento de la función de los estados contables, ya que por ejemplo el Estado de Flujo de Efectivo es uno de los que componen los Estados Contables de la firma, en el desarrollo del presente hemos apuntado a abrir el debate sobre el real uso del mismo para gestión y toma de decisiones de la firma, a partir de la experiencia profesional y práctica, que a los aspectos técnicos, regulatorios y de normas contables.

En lo que respecta a la evaluación de proyectos de inversión, la proyección de flujo de fondos debe satisfacer el principio de consistencia patrimonial, es decir que los flujos de fondos sean factibles de realización desde lo financiero, lo que significa que los orígenes y aplicaciones de fondos proyectadas cierran con la hoja de balance o estado patrimonial. Esto significa que se deben proyectar cierres patrimoniales a partir de la proyección de flujo de fondos, y el control básico de auditoría contable donde la evolución del patrimonio neto puede obtenerse a partir del patrimonio inicial, más resultados menos dividendos (mas cualquier otro ajuste necesario), debiendo este patrimonio neto final ser consistente con la diferencia entre activos y pasivos al final de cada período. Este sencillo control de consistencia permite garantizar que los flujos de fondos han sido correctamente calculados y no existen omisiones o excedentes que se encuentren considerados de manera incorrecta.

Ex post, el análisis económico a través de los cálculos de rentabilidad no es suficiente para gestionar la firma de manera eficiente. Una firma puede desde lo económico encontrarse obteniendo rentabilidades positivas sobre el capital, pero con necesidades de reinversión o cancelación de deuda que demandan aplicaciones de fondos que obviamente reducen la disponibilidad de los mismos, y por ende crean confusión y sospechas entre dueños, directores y gerentes no sofisticados financieramente, ya que las ganancias nunca son susceptibles de ser

distribuidas, siendo este el objetivo primario de cualquier inversión de manera consistente con la evaluación de proyectos de inversión.

Por ello, la recomendación académica y profesional a los practicantes es: cuando se trabaja ex ante con proyecciones de flujos de fondos, realizar las mismas bajo el principio de consistencia patrimonial respecto de la hoja de balance, que garantiza que todos las fuentes y aplicaciones de fondos son considerados; mientras que cuando se trabaja ex post analizando el desempeño y rendimiento de la firma y su gestión económica y financiera, incorporar en el análisis el concepto de orígenes y aplicaciones de fondos a través de su respectivo estado, de manera que la información en su totalidad permita sustentar decisiones y a la vez explicar la eficiencia de la gestión.

REFERENCIAS

Académicas

- Beltrán A. y Cueva H. (1999). *Evaluación Privada de Proyectos*. Universidad del Pacífico.
- Brealey R. y Myers S. (1996). *Principles of Corporate Finance*. Mc Graw Hill.
- Damodaran A., (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Valuing any Asset*. Wiley.
- Dapena J.P. (2014). *Un enfoque económico de los efectos de la inflación en las ganancias de capital para los estados contables y el impuesto a las ganancias*. Serie de Documentos de Trabajo UCEMA Nro. 38I
- Dapena J.P. y Dapena J.L. (2003). *Sistemas de Información en Pymes y Acceso al Crédito en Contextos de Asimetría de Información*. Documentos de Trabajo UCEMA Nro. 252
- Dapena J.P. y Volman M. (2014). *Distorsiones económicas y financieras originadas en el impuesto sobre los ingresos brutos*. Serie de Documentos de Trabajo UCEMA Nro. 542
- Fowler Newton E. (2011). *Cuestiones Contables Fundamentales*. Ediciones La Ley
- Fowler Newton E. (2010). *Contabilidad Superior*. Ediciones La Ley
- Ostengo H. (2009). *Cómo hacer un estado de flujo de efectivo a partir de los estados contables*. Editorial Osmar Buyatti.
- Petti A. M. y Longhi P. A. (2014). *Estado de flujos de efectivo. Análisis y aplicación de las normas locales e internacionales*. Editorial Osmar Buyatti.
- Sapag Chaín N. (2001). *Evaluación de Proyectos de Inversión en la Empresa*. Prentice Hall.
- Van Horne J.C. (1997). *Administración Financiera*. Prentice Hall Hispanoamericana.

Normativa

- Resolución técnica Nro 6 FACPCE
- Resolución técnica Nro 8 FACPCE
- Resolución técnica Nro 10 FACPCE
- Resolución técnica Nro 16 FACPCE
- Resolución técnica Nro 17 FACPCE
- Resolución técnica Nro 25 FACPCE
- Resolución técnica Nro 39 FACPCE