

Flujo de Caja (Cash Flow)

Ing. Roger Cohen

De la contabilidad a las finanzas

En la contabilidad, el criterio para registrar una transacción es el de **devengado**. En cambio, lo que vamos a ver a continuación, se basa en el concepto de **erogación** real de dinero; esta es la diferencia entre lo económico y lo financiero. Mientras en el análisis económico consideramos ventas y gastos (transacciones económicas), en el análisis financiero consideramos ingresos y egresos (flujos reales de dinero hacia y desde la empresa).

El Flujo de Caja o Cash Flow, como comúnmente se lo denomina -aún en países de habla hispana-, se puede calcular para cualquier rango temporal: diario, semanal, mensual, anual... Denominaremos “período” a este lapso de tiempo fijo. A continuación, intentaremos llegar a su expresión a partir de una serie de pasajes de términos y ajustes sobre las cuentas patrimoniales vistas en el capítulo de “contabilidad”.

¿Cuáles son los **ingresos** reales de dinero en el período?

- Ventas
- Δ Créditos por ventas

Podemos interpretarlo como un ajuste de lo contable a lo financiero, restándole al valor registrado como “ingresos por ventas”, la fracción que aún no fue pagada por nuestros clientes, y sumándole las facturas por ventas anteriores al período en cuestión, que fueron saldadas por nuestros clientes dentro de este período.

Tener en cuenta que comúnmente en la jerga contable se habla de “ingresos por ventas”, refiriéndose en realidad a las ventas (transacciones) y no a los ingresos realmente recibidos.

¿Cuáles son los **egresos** reales de dinero en el período?

- Costos variables
- + Costos fijos (imputables y no imputables)
- + Δ Bienes de cambio
- + Δ Bienes de uso
- Δ Proveedores
- Impuestos

También podemos verlo como un ajuste de lo contable a lo financiero, teniendo en cuenta no sólo los materiales y productos terminados que salieron de la empresa en su proporción correspondiente a las ventas, sino también lo que se acumuló o des acumuló de stock. Por otra parte, al igual que hacíamos con nuestros clientes, ahora corregimos por deudas de períodos anteriores con nuestros proveedores que hayamos saldado en el presente período, y por compras que hicimos pero aún no pagamos.

El hecho de incluir Δ Bienes de Uso significa que en general aparece una erogación importante al inicio del proyecto, al adquirir maquinarias, y al final se puede o no considerar su reventa luego de X años.

¿Cuál es entonces el dinero **neto** ingresado a la empresa en el período?

A esto se denomina **flujo de caja**. Es simplemente la suma de los ítems que vimos como ingresos, menos los que vimos como egresos:

Flujo de caja:

- Ventas
- Impuestos

- Δ Créditos por ventas
- Costos variables
- Costos fijos
- Δ Bienes de cambio
- Δ Bienes de uso
- + Δ Proveedores

(notar que los únicos ítems que entran sumando son las ventas y la financiación dada por los proveedores)

Teniendo en cuenta lo visto en el capítulo de contabilidad, podríamos reemplazar los ítems (Ventas – Costos) por “Resultado neto” ó “Utilidad Neta”. Sin embargo, no es exactamente igual, porque si vemos el cuadro de resultados, notaremos que para el cálculo de la Utilidad Neta descontamos amortización, y ésta no es una erogación real de dinero. Entonces, podemos obtener la resta de (Ventas – Costos) como (Utilidad Neta + Amortización). Si reordenamos, tenemos que:

$$\begin{aligned} \text{Flujo de Caja} = & \text{Utilidad Neta} + \text{Amortización} \\ & - (\Delta\text{Créditos por ventas} + \Delta\text{Bienes de cambio} - \Delta\text{Proveedores}) \\ & - \Delta\text{Bienes de uso} \end{aligned}$$

El único impuesto que consideraremos en el curso, es el Impuesto a las Ganancias, y salvo indicación en contrario, adoptaremos una tasa del 35%. La base imponible consiste en la Utilidad Bruta.

Como para el cálculo de la utilidad neta se descontó la amortización a los resultados, el impuesto que se paga es menor. Esto no se trata de evasión ni de una casualidad, sino que justamente, como fomento a las inversiones, es que se permite realizar la amortización y reducir así la base sobre la cual se paga el impuesto.

Como nosotros consideraremos que nuestros proyectos tienen una vida útil y luego terminan, con un plazo predeterminado, algunas veces estimaremos un Valor Residual para los activos fijos. Este valor, en caso de poderse vender, constituye una “ganancia extraordinaria”, y como tal, deberá ser tenida en cuenta en la base imponible, aumentando el impuesto de dicho año por este motivo.

El término Bienes de Uso en general no varía en una empresa en un normal funcionamiento entre dos períodos, salvo cuando se hace una inversión. En los proyectos que veremos en el curso, por lo tanto, habrá un Δ B.Usó al inicio y al final de proyecto.

Definiendo “**Necesidad de Capital de Trabajo**” (NCT)= Bienes de cambio + Créditos por ventas – Proveedores, el segundo término de la última expresión del flujo de caja vista arriba, es el Δ NCT.

Indistintamente en el curso lo llamaremos también “capital de trabajo”, ya que así se lo denomina en la práctica cotidiana, aunque hay una distinción entre ambos términos: la diferencia radica en la inclusión o no del rubro “caja”. En nuestros proyectos y en la gran mayoría de los que se podrán encontrar ustedes en su práctica profesional, no tiene importancia relativa el rubro “caja”, y por eso en nuestro curso no estará presente. Pero no queremos dejar de hacerles notar que sí puede tener una gran relevancia en algunos negocios con especial uso de “caja”, como lo es claramente un Supermercado, donde el plazo de cobro es muy chico pero es muy grande el plazo de pago a proveedores, resultando incluso en una necesidad de capital de trabajo negativa. Aclarado esto, dejamos afuera el rubro Caja y tenemos que:

$$\text{Flujo de Caja} = \text{Utilidad Neta} + \text{Amortización} - \Delta\text{NCT} - \Delta\text{Bienes de uso}$$

Consideraciones prácticas

El Capital de Trabajo nunca debe aparecer en el Cash Flow; lo que aparece es el delta NCT, la variación período a período. Como es un tema financiero y no económico, y el impuesto a las ganancias se paga sobre la ganancia económica neta (utilidad neta), no modifica la base imponible. Por eso, en general una buena práctica es que aparezca luego del cálculo del impuesto en la planilla de cálculo, para evitar errores.

También se debe considerar que si el proyecto termina al cabo de X años, en ese último año remataremos los stocks de bienes de cambio, o simplemente dejaremos de comprar materias primas un tiempo antes y agotaremos todos los inventarios. Ambas consideraciones llevan a que en el último año del proyecto, debe aparecer un Δ NCT tal, que haga que se llegue a un Capital de Trabajo nulo al final. Una regla práctica muy simple pero eficaz, es verificar siempre que la suma de la fila de Δ NCT a lo largo de todo el proyecto, debe dar = 0.

La amortización no debería aparecer ni sumando ni restando en el Cash Flow. Lo que sucede, es que suele escribirse en una fila, para calcular la Utilidad Neta. En ese caso, recordar siempre que deberá anularse posteriormente, sumando dicho valor.

Ejemplo de Cash Flow:

	Año 0	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
Inversión	-300.000					20.000
<i>Producción</i>		1.500	1.000	1.000	1.000	1.000
<i>Precio de venta</i>		400	420	430	410	410
Ingresos por ventas		600.000	420.000	430.000	410.000	410.000
Materias Primas		-112.500	-75.000	-75.000	-75.000	-75.000
Energía		-37.500	-25.000	-25.000	-25.000	-25.000
Mano de Obra (cons.Fija)		-65.000	-65.000	-65.000	-65.000	-65.000
Mantenimiento		-15.000	-15.000	-15.000	-15.000	-15.000
Catalizador		-60.000	-60.000	-60.000	-60.000	-60.000
Gastos fijos		-36.000	-36.000	-36.000	-36.000	-36.000
<i>Amortización</i>		-30.000	-30.000	-30.000	-30.000	-30.000
Utilidad Bruta		244.000	114.000	124.000	104.000	104.000
Impuesto a las ganancias		-85.400	-39.900	-43.400	-36.400	-36.400
Utilidad Neta		158.600	74.100	80.600	67.600	67.600
Delta capital de trabajo	-80.000					80.000
Flujo de Caja	-380.000	188.600	104.100	110.600	97.600	197.600

Notar que pusimos en el año 0 la inversión inicial, y que en la misma tabla incorporamos datos que no son parte del Flujo de Caja, sino que sirven de referencia para cálculos auxiliares (producción, precio de venta, amortización). Esta es una práctica común; es importante recalcar -en este ejemplo lo hicimos mediante una diferente tipografía-, que estos números son datos al margen.

ANEXO: Financiación de la Necesidad de Capital de Trabajo

La NCT se genera (es mayor que cero) cuando no alcanzan los “recursos cíclicos” -es decir, la financiación “automática” dada por los Proveedores- para financiar la inversión en activos circulantes.

Se llama **Fondo de Maniobra** al exceso de capitales permanentes respecto a los bienes de uso; es la resta entre el Patrimonio Neto y el Activo Fijo. Si es positivo, disponemos de capital para financiar la necesidad de capital de trabajo. Esto es lo deseable, ya que la NCT es una necesidad “permanente” mientras se mantenga el ritmo de actividad de la empresa, y por lo tanto, lo ideal es que sea financiada con un capital permanente, y no con un préstamo de corto o mediano plazo.

Si la NCT es sólo transitoria, por un pico de actividad con una duración conocida, se puede acceder a una financiación a ese plazo. De hecho, existen diferentes alternativas como los “créditos puente”, ideales para estos casos. No vamos a ahondar en temas de financiación en nuestro curso, pero es bueno que conozcan la existencia de alternativas de financiación, y sobre todo, que recuerden siempre la siguiente regla, tanto para las finanzas corporativas como para las personales:

Debe haber “calce” entre los plazos de los activos y de los pasivos que los financian;

es decir, coincidencia entre los plazos de ejecución y de exigibilidad respectivamente. Excelentes negocios pueden fracasar por un tema financiero, mientras que en lo económico son sanos. Por ejemplo, si incorporamos una nueva línea de productos para lo cual necesitaremos capital de trabajo –por no alcanzar el fondo de maniobra-, y pedimos un crédito bancario de corto plazo, pueden no ser suficientes los resultados operativos como para devolver el capital e intereses, mientras que de haberlo pedido a cinco años tal vez era un negocio rentable.

Al haber un cambio en el Nivel de Actividad, varían tanto los resultados como la NCT. Como regla rápida se suele pensar que si aumenta el nivel de actividad por ejemplo un 20%, también aumentará la NCT un 20%, pero esto es una sobreestimación: debe realizar los cálculos con precisión, ya que se puede conseguir diferente financiación por parte de los proveedores, ser distintos los ingresos por venta, mantener niveles de stock similares a los actuales y no aumentarlo proporcionalmente, etc.. Y por otro lado, también se desvirtúa la proporción al haber algunas cosas fijas y otras variables. En todo caso, lo importante es tener cuidado con la NCT, ya que puede ser un factor crítico de éxito o fracaso de un proyecto.

Es tentadora la reducción de la NCT ya que genera más efectivo disponible como para poder realizar otras inversiones. Se puede lograr con aumento del plazo de pago, reducción del plazo de cobro y/o reducción de stocks. Siempre que se pueda, es algo deseable de realizar para la empresa. Pero no deben descuidarse ciertos aspectos que podrían hacer peligrar el futuro de la compañía. Algunos ejemplos: stocks insuficientes para mantener un determinado nivel de servicio, quedar en desventaja respecto a la financiación otorgada por nuestros competidores a los clientes, “estrangular” demasiado a los proveedores y que estos terminen con problemas financieros que nos van a terminar afectando a nosotros (imaginar qué sucede si el proveedor forzosamente debe cortar su financiación a nuestra empresa, o si debe discontinuar el suministro de nuestras materias primas)...