

EL CASH FLOW DE LA FIRMA Y LA PROYECCION DE LOS ESTADOS FINANCIEROS

Guillermo López Dumrauf

El flujo de fondos es la materia prima principal para calcular el valor de una firma, medir la rentabilidad de un proyecto de inversión, planificar las operaciones o establecer la capacidad de pago de una deuda, algo a lo cual las entidades financieras suelen prestar mucha atención. En este artículo se presenta un modelo de cash flow que “linkea” los distintos estados financieros de la empresa y proyecta los mismos ponderando tanto el comportamiento en el pasado como el juicio del analista para pronosticar el comportamiento en el futuro.

Una máxima financiera nos dice que mientras el estado económico representa una opinión - ya que los criterios contables pueden modificar el resultado de la firma - el cash flow es un hecho, una cifra única. Muchas de las diferencias de criterio que aparecen en el estado económico, desaparecen cuando transformamos las mismas en flujos de fondos. En la proyección de los estados financieros intervienen una serie de variables que el buen juicio del analista debe tamizar: la evolución de la actividad económica y su relación con las ventas de la firma; la relación entre éstas y los costos; la rotación de los bienes de cambio, etc.

A menudo es corriente escuchar hablar de distintos tipos de cash flow tales como el cash flow libre (free cash flow), cash flow para el accionista, capital cash flow, cash flow operativo, etc. En realidad, son todas medidas diferentes de un mismo flujo.

Es más útil el cash flow que el beneficio contable? Siempre dependiendo de quien sea el receptor de la información y que es lo que se pretende saber a través de ella, podemos afirmar que generalmente sí: mientras el beneficio contable reportado es uno entre los diversos que pueden darse (una opinión entre muchas, dependiendo de los métodos de valuación utilizados, etc) el cash flow representa un hecho: una cifra única.

Comenzaremos definiendo las pautas generales para la confección de un flujo de fondos genérico para después distinguir entre los distintos tipos de cash flow.

1. EL CASH FLOW DE LA FIRMA

Existen diversos puntos de partida para poder determinar el cash flow de la firma, aunque diremos que los modelos de mayor abolengo son aquellos que integran los estados contables de la empresa. Una proyección aislada del flujo de fondos, sin un “link” con los demás estados financieros no es un modelo consistente. El cash flow integrado con los estados contables nos muestra una “foto” de la posición de caja de la empresa en un momento determinado.

Normalmente, el segmento financiero del plan de negocios, un proyecto de inversión o la determinación del valor de una firma se realiza computando períodos anuales, si bien esto es flexible. Por ejemplo, en los planes de negocios también suele incorporarse una información más abierta y detallada para los primeros años, generalmente en forma mensual.

Los modelos que se presentan aquí "linkean" tres estados: el balance, el estado económico y el cash flow, que se nutre de la información de los dos anteriores y a la vez brinda información para los mismos. Es decir, existen mecanismos de transmisión entre los tres estados mencionados.

En esencia, se consideran ingresos para el cash flow las disminuciones de activos, los incrementos de pasivos, los resultados positivos y los aportes societarios. Se consideran egresos los aumentos de activos, las disminuciones de pasivos, los resultados negativos y los dividendos en efectivo:

INGRESOS	EGRESOS
Disminución de activos	Aumento de activos
Aumento de pasivos	Disminución de pasivos
Resultados positivos	Resultados negativos
Aportes societarios	Dividendos en efectivo

Los puntos de partida para la confección del cash flow pueden ser:

- a) El EBIT o resultado operativo
- b) Las ventas
- c) El Net Income o utilidad neta después de impuestos

Independientemente del punto de partida, el cash flow obtenido debe ser el mismo en todos los casos. Esto es lógico; el flujo de fondos de la firma es uno solo. Describiremos el camino del resultado operativo o EBIT, por ser el más utilizado y porque sigue un camino de "arriba hacia abajo" .

El camino del EBIT

Cuando partimos del EBIT, se gana en síntesis pues se empieza del resultado operativo antes de intereses e impuestos; por lo tanto, ya hemos deducido los costos de producción y los gastos comerciales y de administración. Luego se siguen los siguientes pasos:

1. En primer lugar sumamos al EBIT la depreciación y la amortización, debido a que estos conceptos no representan egresos reales de caja. De esta operación surge el EBITDA, que representa el resultado operativo antes de restar la depreciación y la amortización.
2. Sumamos o restamos según corresponda los cambios en el capital de trabajo. Por ejemplo, los incrementos en inventarios y en cuentas a cobrar se restan, por ser estos incrementos en activos, y por lo tanto representan erogaciones de fondos. Por otra parte, sumamos los incrementos en cuentas a pagar, o los aumentos en deudas sociales y fiscales, por representar ingresos de fondos al ser incrementos de deudas. Al final, llegamos a la "caja generada por las operaciones".
3. Restamos todo incremento de activos fijos o sumamos las disminuciones. Este rubro representa la "inversión" de la empresa.
4. Sumamos o restamos según corresponda los rubros que hacen al financiamiento de la empresa: por ejemplo, sumamos todo incremento de deuda y viceversa, y restamos dividendos en efectivo.

- Finalmente, sumamos a la caja de operaciones los valores de los flujos de inversión y financiamiento de la empresa para obtener el cash flow neto. Sumando a este ultimo el saldo de caja inicial que figura en el balance de la empresa, obtenemos el saldo de caja proyectado para el próximo año.

En esencia, el modelo del cash flow sigue el siguiente orden:

EBIT (earnings before interest and taxes)

+ Depreciación y amortización

EBITDA (earnings before interest and taxes, depreciacion and amortizacion)

Cambios en el Capital de Trabajo

- Incrementos en cuentas a cobrar (AR, accounts receivables)
- Incrementos en Inventarios (inventories)
- + Incrementos en cuentas a pagar (AP, accounts payables)
- Impuestos

Inversión (CAPEX)

Cambios en los activos fijos

Caja generada por operaciones

Financiamiento

- + Incrementos en deudas de corto y largo plazo
- Disminuciones en deudas de corto y largo plazo
- + Aportes de capital accionario
- Dividendos en efectivo
- Intereses generados por pasivos
- + Intereses generados por activos

Cash Flow Neto

+

Cash Flow Inicial

=

Cash Flow Final

Un pequeño ejemplo puede ayudar a la comprensión de la dinámica del cash flow. La empresa AB ha realizados las siguientes operaciones durante el año 99 y presenta los siguientes balances de situación patrimonial y estados de resultados al 12/98 y 12/99 respectivamente:

- Ventas a crédito por \$ 200
- Compras de inventarios a crédito por \$ 100
- Cobranzas efectuadas a deudores por \$ 120
- Distribución de dividendos en efectivo por \$ 50
- Amortizaciones del activo fijo por \$ 10
- Gastos comerciales y administrativos por \$ 20
- El costo de ventas incluye \$ 10 de gastos de fabricación
- Se vende en el año 99 la totalidad de los inventarios existentes al final del año 98

	12/98	12/99
Caja	100	140
Cuentas a cobrar	150	230
Inventarios	100	100

Activo fijo	100	90
Activo Total	450	560
Cuentas a pagar	120	220
P. Neto	330	340

Ventas	200
Costo de ventas	120
Utilidad Bruta	80
Gastos comerciales y administrativos	20
Resultado operativo (EBIT)	60

EBIT (earnings before interest and taxes)	60
+ Depreciación y amortización	10
EBITDA (earnings before interest and taxes, depreciacion and amortizacion)	70
- Incrementos en cuentas a cobrar (AR, accounts receivables)	- 80
- Incrementos en Inventarios (inventories)	0
+ Incrementos en cuentas a pagar (AP, accounts payables)	100
Caja generada por operaciones¹	90
Cambios en los activos fijos	0
Financiamiento	0
Dividendos en efectivo	-50
Cash Flow Neto	40
Cash Flow Inicial	100
Cash Flow Final	140

2. LOS DIFERENTES TIPOS DE CASH FLOW: FREE CASH FLOW, CAPITAL CASH FLOW Y CASH FLOW PARA EL ACCIONISTA

a) FREE CASH FLOW

Una de las técnicas comúnmente utilizadas para la valuación de empresas es el descuento del flujo de fondos esperado por el costo promedio ponderado del capital (WACC) que corresponde al riesgo de ese flujo. El free cash flow es el flujo de caja del proyecto o negocio, prescindiendo del financiamiento. En tal sentido, representa el cash flow de la firma como si ésta se financiara enteramente con capital propio.

Debe ser definido con una base "after-tax earnings"² antes de deducir los gastos financieros como intereses, cuotas de leasing y otros, más los cambios en activos y pasivos que se detallan a continuación:

EBIT

- *Taxes*
- + *Depreciación y amortización*
- ± *Δ en el capital de trabajo*
- *Capex*

¹ Algunos analistas incluyen a los gastos de capital (capital expenditures, capex) formando parte del flujo de fondos generado por operaciones. La validez de incluirlos depende a veces de cada empresa en particular.

² En el Free Cash Flow, el impuesto "hipotético" es calculado multiplicando la tasa del impuesto a las ganancias por el EBIT, de manera que no es capturado el ahorro fiscal que generaría la deuda.

+ Valor contable de los activos retirados o vendidos
FCF (free cash flow o cash flow libre)

Observe que para determinar el Free Cash Flow no se tiene en cuenta el lado derecho del balance, esto es, el financiamiento de los activos. De esta forma, el Free Cash Flow no computa los beneficios fiscales derivados del endeudamiento.

b) CAPITAL CASH FLOW

Puesto que el Free Cash Flow no tiene en cuenta el escudo fiscal, sumamos al mismo el "interest tax shield" para llegar al capital cash flow, que representa el cash flow total disponible para los inversores, pero ahora considerando el efecto del ahorro fiscal:

$$\text{Capital Cash Flow} = \text{Free Cash Flow} + \text{interest tax shield}$$

También:

$$\text{Capital Cash Flow} = \text{Dividendos} + \text{intereses}$$

c) CASH FLOW DEL ACCIONISTA

El cash flow del accionista podemos obtenerlo restando los intereses y sumando o restando según corresponda, los cambios en el endeudamiento al capital cash flow:

$$\text{Cash Flow del accionista} = \text{Capital Cash Flow} - \text{interest} \pm \text{Cambios en el endeudamiento}$$

d) El Cash Flow Contable

El cash flow contable simplemente consiste en sumar al resultado operativo la amortización del ejercicio, teniendo en cuenta que ésta no representa un egreso real de fondos:

$$\text{Cash flow contable} = \text{Resultado después de impuestos (Net income)} + \text{amortizaciones}$$

Normalmente, el cash flow de la firma es diferente del cash flow contable y es muy raro que coincidan. Para que esto suceda, deberían cumplirse simultáneamente las siguientes condiciones:

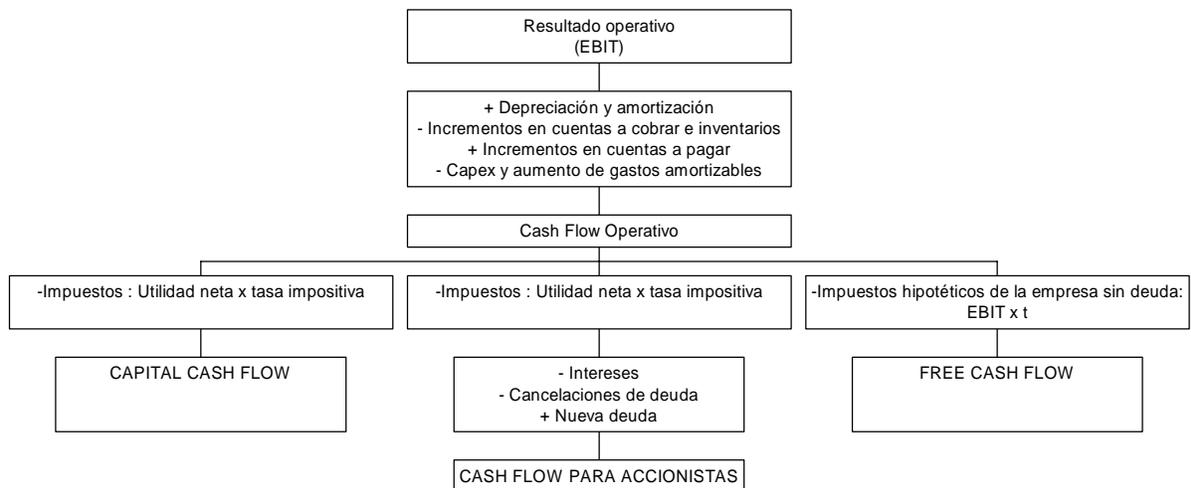
1. Que la firma invierta todo lo que amortiza en el período (en cuyo caso, no deberían aparecer sumando las amortizaciones en la fórmula anterior puesto que la suma se gastó en nuevas inversiones)

2. Que la firma no tenga crecimiento, por lo tanto no habría variaciones en el capital de trabajo
3. Que la firma mantenga la deuda constante
4. Que la firma venda sólo los activos totalmente amortizados

O también:

1. Que la firma invierta todo lo que amortiza en el período
2. Que la firma cobre y pague todo al contado
3. Que la firma mantenga la deuda constante
4. Que la firma venda sólo los activos totalmente amortizados

La figura siguiente resume las relaciones entre los distintos cash flows.



3. PROYECCIONES DE LOS ESTADOS ECONOMICOS, BALANCES Y CASH FLOWS: EL USO DE LAS "ASSUMPTIONS"

En el momento de la proyección de los estados financieros de la empresa debemos considerar los siguientes puntos de apoyo:

- El comportamiento de la empresa en el pasado, en particular la antigüedad de los rubros de generación espontánea: cuentas a cobrar, cuentas a pagar e inventarios. Este dato servirá luego para la proyección de los saldos de estos rubros en el futuro.
- El impacto implícito de fijar una proyección para las ventas.
- La tasa de interés promedio que la firma espera pagar en el futuro y la proyección de los intereses que la deuda generará en el futuro.
- La proporción que representan los distintos rubros del estado económico en relación a las ventas y como se prevé que seguirá dicha proporción en el futuro, teniendo en cuenta la participación de los costos fijos y variables.
- Los rubros que no son de generación espontánea: bienes de uso, inversiones transitorias, otros activos y pasivos, etc.
- Ponderar cualquier hecho futuro que pueda afectar el funcionamiento de la empresa hacia delante.
- Por último, un buen pronóstico siempre requerirá del buen juicio del analista.

Los pasos que sugerimos para elaborar la proyección son los siguientes:

1. Proyección de ventas: la observación del comportamiento de las ventas en el pasado a veces puede ser útil para la estimación y a veces no. No obstante, necesitamos estimar porcentajes de crecimiento para los años que abarca la proyección. Si nuestra función de consultor nos permite un diálogo directo con el empresario, tanto mejor. En algunos casos las proyecciones de ventas pueden estar apoyadas por regresiones lineales, por ejemplo, las ventas de la empresa podrían regresarse contra la tasa de crecimiento del PBI o alguna otra categoría con la cual pueda establecerse una relación sólida. El pronóstico de las ventas, soportada por un análisis sólido, es uno de los puntos más importantes de la proyección. Esta parte es crítica por tres razones principales. Primero, condiciona en general, el resto de la proyección. Segundo, si se trata de un cash flow de un Plan de Negocios, los potenciales inversores deben convencerse que hay una base de clientes bien definida; a menos que no haya un claro entendimiento del target de mercado, los potenciales inversores son reacios a proveer el capital necesario. O en un proceso de adquisición, los compradores podrían ser reacios a pagar un determinado precio por una empresa, si es que están pensando en adquirirla. Tercero, el volumen de ventas proyectado afecta el tamaño de la empresa, y por lo tanto los activos requeridos. Recuerde también que las ventas tienen linkeadas varias categorías como el impuesto a los ingresos brutos, los descuentos por pronto pago y las bonificaciones. Generalmente, representan el corazón de la proyección

2. Para todos los rubros del estado económico, fijamos un % de las ventas, excepto para los "otros ingresos y egresos" y los resultados extraordinarios. A menos que tengamos información suficiente acerca de estos rubros, en general no es bueno atar su evolución a las ventas.

3. Determinamos la tasa efectiva del impuesto a las ganancias en función del porcentaje que ha representado dicho impuesto sobre las ganancias antes de impuestos (EBT) en el pasado. Si contamos con información adicional de los asesores impositivos, tanto mejor.

4. Los rubros de generación espontánea (cuentas a cobrar, inventarios y cuentas a pagar) son proyectados en el balance en función de la antigüedad que han mostrado en el pasado, salvo

que cambios drásticos en la política de cobranza o pagos determine la necesidad de modificaciones³.

Ejemplo de aplicación: determinamos el cash flow de la firma Software S.A.

A continuación se ilustra con un modelo de cash flow⁴ un ejemplo para una pequeña firma de servicios que no posee inventarios. Usted puede proyectar los estados de cualquier firma contando con la siguiente información:

- Estado patrimonial o balance
- Estado económico o de resultados
- Estado de evolución del patrimonio neto

En la tabla 1 se muestran cuáles han sido la evolución de las ventas y que proporciones han representando los gastos y los márgenes de utilidad sobre las mismas, la tasa efectiva de impuestos y los “manangement ratios”. Podemos usar estos valores como pistas en nuestra proyección, y transformarlas en “assumptions” al establecer los porcentajes de incremento o disminución y los índices de rotación que regirían en el futuro:

	Historical				Projected				
	31-Jul-95	31-Jul-96	31-Jul-97	31-Jul-98	31-Jul-99	31-Jul-00	31-Jul-01	31-Jul-02	31-Jul-03
Sales Increase	26,9%	9,5%	8,1%	10,091%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Gross Margin	44,8%	54,2%	32,3%	50,770%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%
Adm Expenses	35,9%	23,7%	24,6%	19,4%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%
Comercial Expenses	0,6%	10,4%	0,0%	1,9%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Depreciation	72,1%	26,3%	78,7%	36,9%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%
Lending Interest	12,9%	#iDIV/0!	0,0%	8,7%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Taxes	14%	10%	0%	21,09%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
<i>Management ratios</i>									
Average collection period	33	47	45	35	35	35	35	35	35
Age of inventory	0	0	0	0,00	0	0	0	0	0
aging of accounts	9	9	50	12	40	40	40	40	40

Tabla 1

Luego podemos utilizar estos valores para proyectar el estado económico⁵, como se muestra en la tabla 2:

³ Este punto es crucial. Inmovilizaciones circunstanciales en inventarios y cuentas a cobrar, podrían subestimar el flujo de fondos cuando la proyección se realiza en base a un incremento de ventas. Más ventas representan más inventarios y más cuentas a cobrar, que disminuyen el flujo de fondos; este efecto se magnifica si no depuramos de inmovilizaciones los saldos de partida y se podría dar la paradoja de que cuanto más crecen las ventas, más disminuye el cash flow. Una sobreestimación del mismo también es posible si se cumple la situación inversa y los saldos de cuentas a cobrar e inventarios son inusualmente bajos.

⁴ El hecho de que el modelo contenga los nombres en inglés simplemente responde a la terminología usada en el mercado. Es más corto decir “EBIT” que “resultado antes de intereses e impuestos”.

⁵ Obsérvese que no aparecen proyectados “other expense” ni “other income”. La validez de incluirlos o no responde a la información con que se cuente y a la naturaleza del gasto o ingreso y la posibilidad de proyectarlo razonablemente. No era este el caso.

	Historical					Projected				
	31-Jul-94	31-Jul-95	31-Jul-96	31-Jul-97	31-Jul-98	31-Jul-99	31-Jul-00	31-Jul-01	31-Jul-02	31-Jul-03
Sales	201921	256171	280384	303121	333709	367080	403788	444167	488584	537442
Cogs - Net of Deprec	103923	141456	128535	205114	164285	183540	201894	222083	244292	268721
Gross Margin	97999	114715	151850	98007	169424	183540	201894	222083	244292	268721
Adm Expense	74712	91867	66448	74614	64581	128478	141326	155458	171004	188105
Selling Expense	1938	1605	29027	124	6280	7342	8076	8883	9772	10749
EBIT	21349	21243	56374	23269	98564	47720	52492	57742	63516	69867
Interest Expense	68	1855			255	294	294	294	294	294
Interest Income			194	654						
Other expense			4265	856						
Other income	2224	520			834					
EBT	23506	19908	52303	23068	99143	47426	52198	57448	63222	69573
Taxes	2569	2860	5268		20914	11857	13050	14362	15805	17393
PROFIT BEFORE EXTRAORD	20937	17048	47035	23068	78229	35570	39149	43086	47416	52180
NET INCOME	20937	17048	47035	23068	78229	35570	39149	43086	47416	52180

Necesitamos ahora los índices de rotación para proyectar los rubros de generación espontánea: cuentas a cobrar, cuentas a pagar e inventarios. Para ello simplemente despejamos el rubro de la fórmula de rotación correspondiente. Por ejemplo, el valor obtenido para los "días de venta" de acuerdo al comportamiento de la firma en el pasado, luego es utilizado en la fórmula del rubro proyectado:

FORMULAS PARA EL CALCULO DE LOS INDICES DE ROTACIÓN	FORMULAS PARA PROYECTAR LOS RUBROS DE GENERACIÓN ESPONTANEA
$\text{Días de venta} = \frac{\text{Inventarios}}{\text{CMV}} \times 365$	$\text{Inventarios} = \frac{\text{CMV} \times \text{Días de venta}}{365}$
$\text{Días de cobranza} = \frac{\text{Cuentas a cobrar}}{\text{Ventas}} \times 365$	$\text{Cuentas a cobrar} = \frac{\text{Ventas} \times \text{Días de cobranza}}{365}$
$\text{Inventarios} = \frac{\text{CMV} \times \text{Días de venta}}{365}$	$\text{Inventarios} = \frac{\text{CMV} \times \text{Días de venta}}{365}$

Con estos datos ahora pueden proyectarse el balance y el cash flow de la firma según se muestra en las tablas 3 y 4 respectivamente. El Cash Flow surge de combinar los resultados con los cambios en activos y pasivos más o menos los aportes societarios y cambios en el patrimonio neto, menos los dividendos. El valor pronosticado del saldo Caja y Bancos (Cash and Banks) en los balances proyectados surge del mismo cash flow. Sin embargo, es importante la validación que hace el modelo para el pronóstico del saldo de Caja y Bancos del último ejercicio histórico. Es decir antes de realizar la proyección debemos estar seguros de la confiabilidad del método utilizando dos estados financieros anteriores. Es decir, utilizando los dos últimos balances de la empresa podemos determinar las variaciones en activos y pasivos, si a esto sumamos la información que suministra el último estado de resultados arribamos al cash flow. La coincidencia del pronóstico con el saldo real nos permite chequear la calidad de la contabilidad de la empresa.

	Historical					Projected				
	31-Jul-94	31-Jul-95	31-Jul-96	31-Jul-97	31-Jul-98	31-Jul-99	31-Jul-00	31-Jul-01	31-Jul-02	31-Jul-03
Cash and Banks	18912	13818	17605	29273	50928	111598	162778	187745	246876	310589
ST Investments	0		20308			0	0	0	0	0
Account receivables	18599	23355	36479	37215	31876	35199	38719	42591	46850	51536
Otros Créditos	2432	6571	2257	5881	30044	30044	30044	30044	30044	30044
Total Current Assets	39943	43744	76650	72369	112848	176841	231541	260380	323770	392168
Net Fixed Assets	10581	26336	16226	37689	38687	25146	11606	28066	14525	985
Total Non Current Assets	10581	26336	16226	37689	38687	25146	11606	28066	14525	985
Total Assets	50524	70080	92876	110058	151534	201987	243147	288446	338296	393153
Account payables	4118	3557	3054	27990	5231	20114	22125	24338	26772	29449
Accruals	1081	880	898			0	0	0	0	0
Social and Fiscal Liabilities	6561	8261	9671	2676	25813	25813	25813	25813	25813	25813
Loans		14366								
Others				13072	2940	2940	2940	2940	2940	2940
Total Current Liabilities	11761	27063	13623	43738	33985	48868	50879	53092	55525	58203
Others Liabilities	300	300	300	300	300	300	300	300	300	300
Total Non Current Liabilities	300	300	300	300	300	300	300	300	300	300
Total Liabilities	12061	27363	13923	44038	34285	49168	51179	53392	55826	58503
Net Worth	38463	42717	78952	66020	117249	152819	191968	235054	282470	334650
Total Liabilities+Net Worth	50524	70080	92876	110058	151534	201987	243147	288446	338296	393153
Control	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

Tabla 3

	Historical		Projected				
	31-Jul-97	31-Jul-98	31-Jul-99	30-Jul-00	30-Jul-01	31-Jul-02	31-Jul-03
EBIT	23269,49	98563,62	47720	52492	57742	63516	69867
Depreciation + Amortization	12775	13921	13540	13540	13540	13540	13540
EBITDA	36044	112485	61261	66033	71282	77056	83408
Changes in Working Capital							
ST Investments	-20308	0	0	0	0	0	0
Account Receivables	735	-5339	3323	3520	3872	4259	4685
Inventories	0	0	0	0	0	0	0
Other assets	3624	24162	0	0	0	0	0
Anticipos de clientes	-898	0	0	0	0	0	0
Account Payables	24935	-22758	14883	2011	2213	2434	2677
Social and Fiscal Liabilities	-6995	23138	0	0	0	0	0
CAPEX							
Fixed Assets	34238	14919			30000		
Cash from operations	34797	79121	72820	64524	39623	75231	81400
Financing							
ST Bank Debt	13072	-10132	0	0	0	0	0
Financial results	654	-255	-294	-294	-294	-294	-294
Other Income	0	834	0	0	0	0	0
Other Expense	-856	0	0	0	0	0	0
Taxes	0	-20914	-11857	-13050	-14362	-15805	-17393
Input Data							
Dividends (exog)	-36000	-27000					
Total Financing	-23129	-57466	-12151	-13344	-14656	-16100	-17687
Net Cash Flow	11668	21655	60669	51181	24967	59131	63712
Initial Cash Flow	17605	29273	50928	111598	162778	187745	246876
Final (acum) Cash Flow	29273	50928	111598	162778	187745	246876	310589
Cash and Banks (Bce)	29273	50928	111598	162778	187745	246876	310589
Control	0	0	0	0	0	0	0

Tabla 4

Otras recomendaciones:

Los requerimientos de inversión en el capital de trabajo deben estudiarse con cuidado. Los cambios de los últimos años, podrían no proveer una buena medida de la real performance de la firma y de las necesidades normales del negocio cuando la firma ha atravesado por periodos de recesión aguda o elevada expansión. Las cuentas a cobrar y los inventarios podrían sobreestimar la magnitud de los fondos necesitados por la firma si, por ejemplo, existen inmovilizaciones en Inventarios y en cuentas a cobrar; una proyección realizada en

base a la antigüedad que han observado esas partidas en los últimos tiempos, podría sobreestimar la salida de fondos y viceversa.

En cuanto a los rubros que no son de generación espontánea, diremos lo siguiente:

- Altas de bienes de uso (*Capex, capital expenditures*): La consideración de las erogaciones en activos fijos es de particular importancia
- Inversiones transitorias: algunos analistas lo exponen dentro del rubro financiamiento. Aconsejamos su inclusión como un rubro separado. Tal vez en algún caso sea procedente su inclusión dentro de los cambios en el capital de trabajo, si los excedentes del giro del negocio pueden ser colocados en cuentas remuneradas que están disponibles para ser usadas en cualquier momento para alimentar el ciclo "dinero-mercancías-dinero", aunque eso dependa de la organización en cuestión.
- Otros activos y otros pasivos: deberían incluirse por separado.
- Problemas en la búsqueda de los datos y cuestiones complejas

BIBLIOGRAFÍA:

Douglas R. EMERY, John D. FINNERTY. Corporate Financial Management. New Jersey: Prentice-Hall, Inc, 1997.