

El estado de flujos de efectivo¹

Métodos directo e indirecto

Fernando Peñalva

Marc Badia

El efectivo es un elemento de gran importancia en toda empresa, y mantener unos niveles mínimos de liquidez es esencial para garantizar su supervivencia. La gran mayoría de los fracasos empresariales se deben a que las compañías se quedan sin efectivo. A veces, aunque el modelo de negocio es factible, la financiación inicial no es suficiente para mantener la empresa a flote durante los primeros años, en los cuales las salidas de caja tienden a superar a las entradas. Por ello, los usuarios de la información financiera quieren saber el modo en que una empresa genera y emplea el efectivo durante cada periodo. La información contenida en la cuenta de resultados no es suficiente, ya que los ingresos y los gastos no coinciden con las entradas y salidas de caja debido al principio de devengo de la contabilidad. Por este motivo, el beneficio neto no coincide con la variación en la caja generada por las actividades de explotación. Además, es posible que la empresa realice inversiones en inmovilizado, o que tenga que hacer frente a la devolución de préstamos, transacciones ambas que no afectarán al beneficio pero sí a la tesorería.

Para satisfacer las necesidades de información de los inversores, las empresas elaboran el estado de flujos de efectivo, en el que muestran cómo generan y emplean el efectivo durante cada periodo, y clasifican los flujos de efectivo en tres categorías: flujos de efectivo de las actividades de explotación, flujos de efectivo de las actividades de inversión, y flujos de efectivo de las actividades de financiación. Esta clasificación se basa en la naturaleza del ciclo del negocio de la empresa. Los flujos de efectivo de las actividades de financiación incluyen las aportaciones y retiradas de capital realizadas por los propietarios, nuevos préstamos, la devolución de los préstamos obtenidos anteriormente y el pago de dividendos. Los flujos de efectivo de las actividades de inversión incluyen la compra o venta de inmovilizado, de activos financieros (acciones de otras empresas, bonos del tesoro, etc.) y de otras empresas (fusiones y adquisiciones). El resto de cobros y pagos formará parte de los flujos de efectivo de las actividades de explotación, donde se incluyen los cobros a clientes, los pagos a proveedores, empleados y autoridades fiscales, así como el pago de los gastos de explotación (alquileres, seguros, servicios de luz, agua, etc.). Los intereses pagados o recibidos y los dividendos recibidos

¹ Se recomienda leer primero "Introducción a la contabilidad financiera" de los mismos autores, CN-230, IESE, marzo de 2017 para poder entender adecuadamente el contenido de esta nota.

Nota técnica preparada por los profesores Fernando Peñalva y Marc Badia. Marzo del 2016.

Copyright © 2016 IESE. Copyright de esta traducción © 2017 IESE. Para pedir copias de este documento diríjase a IESE Publishing en www.iesepublishing.com, escriba a publishing@iese.edu o llame al +34 932 536 558.

No está permitida la reproducción total o parcial de este documento, ni su tratamiento informático, ni la transmisión de ninguna forma o por cualquier medio, ya sea electrónico, mecánico, por fotocopia, por registro o por otros medios.

Última edición: 29/10/19

de las inversiones financieras se incluyen normalmente dentro de los flujos de efectivo de las actividades de explotación.

Un ejemplo real nos permitirá entender con mayor claridad la elaboración del estado de flujos de efectivo. Debajo, se muestra un resumen de los flujos de caja de ABC, una empresa de marketing con sede en Europa, durante su segundo año de actividad (las cantidades se expresan en millones de euros). Para preparar el estado de flujos de efectivo, bastará con clasificar los distintos flujos de caja en las tres categorías mencionadas anteriormente. Para facilitar las cosas, hemos anotado junto a cada flujo la naturaleza del mismo: explotación (E), inversión (I) o financiación (F).

		Caja	
	SI	72	
(E) Cobros a clientes	1.191	782	Pagos a proveedores (E)
(I) Venta de inmovilizado material	5	280	Pago de salarios (E)
(F) Capital social nuevo	15	14	Pago de intereses (E)
		22	Pago de impuestos (E)
		72	Compra de inmovilizado material (I)
		2	Compra de terrenos (I)
		31	Devolución de préstamos (F)
		10	Pago de dividendos (F)
	SF	<u>70</u>	

La presentación habitual del estado de flujos de efectivo es la siguiente:

Estado de flujos de efectivo de ABC para el año 2 (en millones de euros) (método directo)

Actividades de explotación	
Cobros a clientes	1.191
Pagos a proveedores	-782
Pagos a los empleados	-280
Pago de intereses	-14
Pago de impuestos	-22
Flujo de efectivo de las actividades de explotación (FE)	93
Actividades de inversión	
Compra de terrenos	-2
Compra de inmovilizado material	-72
Venta de inmovilizado material	5
Flujo de efectivo de las actividades de inversión (FI)	-69
Actividades de financiación	
Devolución de préstamos	-31
Emisión de acciones nuevas	15
Pago de dividendos	-10
Flujo de efectivo de las actividades de financiación (FF)	-26
Variación del saldo de caja (FE+FI+FF)	-2
Saldo de caja inicial	72
Variación del saldo de caja durante el año 2	-2
Saldo de caja final	70



Esta forma de presentar el estado de flujos de efectivo es bastante sencilla e intuitiva, pues se trata de una simple lista en la que los cobros y pagos en efectivo se clasifican en función de su naturaleza: explotación, inversión o financiación. Por convención, las cifras positivas son los cobros y las negativas los pagos. Esta forma de derivar el *flujo de efectivo de explotación* recibe el nombre de *método directo*, y tan sólo requiere tener acceso a los movimientos de la caja. El **Anexo 1** contiene el estado de flujos de efectivo por el método directo de la empresa finlandesa KONE.

Lamentablemente, este sencillo método no es el que utiliza la mayoría de las empresas para reflejar los flujos de efectivo de explotación. Existe un método alternativo mediante el que se pueden derivar los flujos de efectivo de explotación en el caso de que no se tenga acceso a la cuenta de caja. Este método parte del beneficio neto y lo ajusta para obtener los flujos de explotación. Recibe el nombre de *método indirecto* para derivar el flujo de efectivo de explotación. Puesto que su puesta en práctica entraña una mayor dificultad, le dedicamos un apartado independiente. Obviamente, ambos métodos producen el mismo resultado.

Hoja de cálculo para la elaboración del estado de flujos de efectivo de explotación por el método indirecto

Todas las empresas presentan los flujos de efectivo de las actividades de inversión y financiación listando un resumen de las entradas y las salidas de caja por estos conceptos. Es lo que hemos hecho en el ejemplo de la página anterior. Sin embargo, la gran mayoría de las empresas presenta el flujo de efectivo de las actividades de explotación como la suma del beneficio neto más/menos los ajustes por devengo. Estos ajustes por devengo se refieren a los ingresos aún no cobrados y los gastos aún no pagados. Se trata de explicar por qué el beneficio neto no coincide con el flujo de efectivo de las actividades de explotación. La forma indirecta de derivar los flujos de explotación da lugar al nombre: método indirecto. Para ver cómo se presenta la información, véase el ejemplo de la empresa ABC en la página 9.

La experiencia indica que este método siempre es fuente de confusión para la mayor parte de los que se inician en el mundo de la contabilidad. En los siguientes párrafos, desarrollaremos un marco sencillo que permite la elaboración del estado de flujos de efectivo por el método indirecto. Es una herramienta muy útil y pedagógica, ya que ayuda a entender el funcionamiento de las cuentas del balance; su uso sistemático evita errores.

Utilizaremos indistintamente las palabras efectivo, caja, o tesorería. Las tres significan lo mismo. Efectivo se entiende en un sentido amplio; es decir, se incluyen tanto el efectivo como sus equivalentes, los cuales se refieren a las inversiones de alta liquidez a corto plazo que se convierten en efectivo en menos de tres meses.

En primer lugar, partiremos de la identidad contable básica. Al descomponerla, podemos observar lo siguiente:

$$\begin{array}{rcl} A & = & P + PN \\ \underbrace{\hspace{1.5cm}} & & \\ \text{Caja} + A^* & = & P + PN \text{ (A}^* \text{ significa activos salvo el efectivo)} \end{array}$$

Si escribimos la ecuación considerando los cambios (Δ) y reordenamos los elementos para aislar el efectivo, obtenemos la siguiente ecuación:

$$\Delta \text{ Caja} = -\Delta A^* + \Delta P + \Delta \text{PN}$$

Esta ecuación indica que el cambio en la caja es igual al cambio en el pasivo más el cambio en el patrimonio neto menos el cambio en los activos salvo el efectivo. El cambio (Δ) de cada cuenta se define como la diferencia entre su saldo final y su saldo inicial (SF – SI). Podemos utilizar la ecuación anterior para elaborar el estado de flujos de efectivo. Para ello, necesitaremos dos balances consecutivos y una cuenta de resultados.

Siguiendo con nuestro ejemplo, a continuación se muestran los balances y la cuenta de resultados de ABC, junto con información adicional. Todas las ventas se realizaron a crédito.

Balances de ABC a 31 de diciembre (en millones de euros)			Cuenta de resultados de ABC (en millones de euros)	
	Año 2	Año 1		Año 2
Activo				
Caja	70	72	Ingresos por ventas	1.200
Cuentas a cobrar	102	93	Gasto por coste mercancías vendidas	–781
Existencias	157	151	Gasto por salarios	–280
Terrenos	32	30	Gasto de amortización	–54
Inmovilizado mat., neto	336	330	Pérdida por venta inmovilizado mat.	–7
Total activo	697	676	Gasto por intereses	–12
			Gasto por impuestos	–22
Pasivo			Beneficio neto	<u>44</u>
Cuentas a pagar	141	136		
Intereses a pagar	8	10		
Préstamo banco	109	140		
Patrimonio neto			Información adicional:	
Capital contribuido	265	250	a) ABC pagó a sus accionistas un dividendo de 10.	
Beneficios retenidos	174	140	b) El inmovilizado material con un valor contable de 12 se vendió por 5 en efectivo. Se adquirió nuevo inmovilizado material por 72.	
Total P + PN	697	676	c) Se adquirieron terrenos en efectivo.	
			d) ABC emitió acciones nuevas a cambio de efectivo.	

El primer paso consiste en calcular los cambios de todas las cuentas del balance e introducir los resultados obtenidos en la hoja de cálculo que se muestra a continuación (consejo: se recomienda trabajar siempre con el inmovilizado material neto de amortizaciones, pues simplifica enormemente la tarea). Seguiremos las convenciones indicadas en la ecuación que aparece en la parte superior de la hoja de cálculo. La primera columna muestra que los cambios $-\Delta A^* + \Delta P + \Delta \text{PN}$ son iguales al cambio en la caja. En esta columna ya hemos escrito el valor del cambio de cada cuenta. Para el caso de los cambios en el activo, hemos multiplicado por -1 los cambios de cada cuenta para ser fieles a la ecuación.



$\Delta \text{ Caja} = -\Delta \text{ Activo, salvo tesorería} + \Delta \text{ P} + \Delta \text{ PN}$ (convención de signos: los cobros se registran con signo positivo y los pagos con signo negativo)				
(en millones de euros)				
Estado de Flujos de Efectivo de ABC del Año 2				
Cambios en el Balance	Δ	Flujos de explotación FE (beneficio +/- ajustes)	Flujos de inversión FI (solo cobros y pagos)	Flujos de financiación FF (solo cobros y pagos)
– Δ Cuentas por cobrar	–9 =			
– Δ Existencias	–6 =			
– Δ Terrenos	–2 =			
– Δ Inmov. mat., neto	–6 =			
+ Δ Cuentas a pagar	5 =			
+ Δ Intereses a pagar	–2 =			
+ Δ Préstamo banco	–31 =			
+ Δ Capital contribuido	15 =			
+ Δ Beneficios retenidos	34 =			
+ Δ Caja	2 =	FE ?	FI ?	FF ?

A continuación, procederemos a explicar, línea por línea, la razón del cambio que ha tenido cada cuenta del balance, y lo registraremos en la columna que corresponda en función de si éste se ha debido a las actividades de explotación, inversión o financiación. En las columnas tercera (FI) y cuarta (FF), sólo anotaremos los flujos de caja que han causado el cambio (p.ej., la compra de inmovilizado material, la devolución de un préstamo, etc.). Sin embargo, en la segunda columna (FE), podremos anotar cambios que no son caja (p. ej., el beneficio es un componente de la variación de la cuenta beneficios retenidos, pero no es caja; el cambio en las cuentas a cobrar es la parte de los ingresos cuyo cobro en efectivo aún no se ha realizado, etc.). En algunos casos, el cambio de alguna cuenta concreta se debe, por ejemplo, a actividades de explotación y de financiación; por ello, anotaremos ambos componentes del cambio en las columnas que corresponda.

La anterior explicación es, sin duda, algo críptica, pero las cosas son más fáciles de lo que parece. A continuación, aplicaremos este método al ejemplo de la empresa ABC. Comenzaremos desde abajo por razones que aclararemos en los próximos párrafos. No obstante, el orden que se siga es irrelevante.

- 1) La variación de la cuenta de beneficios retenidos se debe al beneficio del periodo y al pago de dividendos. ABC pagó un dividendo de 10, por lo que se registrará –10 en la columna FF, ya que se trata de una actividad de financiación. El otro componente de la variación de los beneficios retenidos es el beneficio de 44 (véase la cuenta de resultados). El beneficio es el resultado de la explotación, por lo que lo anotaremos en la columna FE. Además, el beneficio no es caja, por lo que no podemos anotarlo en las columnas FI o FF. Vemos que $44 - 10 = 34$, lo que confirma que la explicación del cambio en los beneficios retenidos es correcta. La hoja de cálculo de la página 8 muestra estas anotaciones.
- 2) El cambio en el capital contribuido se debe a la emisión de acciones nuevas a cambio de efectivo por valor de 15. Se trata de una actividad de financiación, por lo que anotaremos 15 en la columna FF.

- 3) El cambio en el préstamo bancario es de -31 y se debe a la devolución de parte del principal del préstamo al banco. Se trata de una actividad de financiación y se anota -31 en la columna FF.
- 4) El cambio en los intereses a pagar se debe a que el gasto por intereses es menor que el interés pagado. Por convención, las empresas suelen considerar el pago de intereses dentro de las actividades de explotación. Por ello, registraremos -2 en la columna FE. El gasto por intereses ha reducido el beneficio; sin embargo, el pago en concepto de intereses fue 14 (por esta razón, se produjo un descenso de 2 en los intereses a pagar). Para entenderlo con mayor claridad, véase la cuenta en T mostrada a continuación.

Intereses a pagar		
	10	SI
Pago de intereses	14	12
		Gasto por intereses
		<u>8</u>

- 5) El cambio en las cuentas a pagar se debe a las actividades de explotación, por lo que registraremos 5 en la columna FE. La intuición dice que si las cuentas a pagar aumentan, eso quiere decir que están retrasando los pagos a los proveedores y, por tanto, tendrán más caja. Por eso se suma el aumento en cuentas a pagar.

A continuación, procederemos a explicar la variación de los activos. Recordemos que debemos invertir el signo de los cambios para respetar la ecuación: $\Delta \text{Caja} = -\Delta A^* + \Delta P + \Delta \text{PN}$.

- 6) La variación del inmovilizado material neto siempre viene causada por cuatro elementos: a) la amortización reconocida en el periodo, b) la compra de nuevo inmovilizado material, c) la venta de inmovilizado material usado y d) las pérdidas o ganancias derivadas de dicha venta. Tan sólo los apartados b) y c) implican transacciones en efectivo. Como este caso es ligeramente más complicado, lo analizaremos con mayor profundidad a través de una cuenta en T que contenga todos los movimientos: la compra de inmovilizado material nuevo, la venta de inmovilizado material usado y la amortización reconocida en el periodo.

Inmovilizado material (neto)		
SI	330	
Compra de inmov. (en efectivo)	72	54
		12
SF	<u>336</u>	

La amortización por valor de 54 (véase la cuenta de resultados) supone una reducción del inmovilizado material neto. La información adicional aportada indica que ABC adquirió nuevo inmovilizado material por valor de 72 en efectivo y que el valor contable del inmovilizado material vendido era 12. Recordemos que el valor contable del inmovilizado material vendido es igual a su coste de adquisición menos la amortización acumulada hasta el momento de la venta. Ahora deberemos transferir dichas cantidades a nuestra tabla de cambios. En primer lugar, anotaremos la amortización; se trata de una actividad de explotación que no consume efectivo (es decir, la amortización reduce el valor del inmovilizado material, pero no conlleva un pago). Por tanto, anotaremos 54 en la columna FE para ajustar al alza el beneficio. Después, anotaremos -72 en la columna FI, ya que la compra de nuevo inmovilizado constituye una



actividad de inversión que ha requerido el pago en efectivo de dicha cantidad. En último lugar, la venta de inmovilizado material usado genera una entrada de caja de 5 (véase la información adicional). En la cuenta de resultados, podemos observar que ABC reconoció una pérdida por venta de inmovilizado de 7. La cuestión es dónde debemos reflejar estos datos en nuestra hoja de cálculo. El efecto de la venta en la cuenta en T es de 12. ¿Significa esto que ABC recibió 12 en efectivo como resultado de la venta? Ya sabemos que no es así, puesto que ABC tan sólo recibió 5 por la venta de inmovilizado con un valor contable de 12. Esto significa que ABC incurrió en una pérdida contable de 7 en esta transacción. Podemos descomponer el valor de 12 en: 5 (efectivo recibido) y 7 (pérdida incurrida).² Si sustituimos esta información en la cuenta en T obtendremos lo siguiente:

	Inmovilizado material (neto)		
SI	330		
Compra inmov. mat (en efectivo)	72	54	Amortización del año 2 (no es caja)
		5	Efectivo de la venta de inmov. mat.
		7	Pérdida por la venta de inmov. mat. (no es caja)
SF	<u>336</u>		

Siguiendo nuestro método, anotaremos 5 en la columna FI, ya que ABC obtuvo dicha cantidad en efectivo fruto de la venta del inmovilizado usado. También, anotaremos la pérdida de 7 en la columna FE (al no ser caja, solo podemos anotarla en esta columna). Esta pérdida provocó una reducción del beneficio. Sin embargo, dicha pérdida no es fruto de la explotación (ABC es una empresa de marketing y no se dedica a la venta de inmovilizado), por lo que es necesario ajustar el beneficio volviendo a sumar 7. La razón es que la columna FE nos dará el flujo de efectivo de explotación y para ello hay que eliminar de esta columna las partidas que no son de explotación, pero que han afectado al beneficio. Además, la pérdida de 7 ya estaba implícitamente incluida en la cifra de 5 registrada en la columna FI, puesto que ABC vendió por 5 un elemento de inmovilizado cuyo valor contable era 12. Por tanto, si no realizáramos este ajuste al beneficio, estaríamos registrando dos veces la misma pérdida. En resumen, el cambio en el inmovilizado material neto se explica así: $-6 = 54 \text{ (amortización)} - 72 \text{ (compra de inmovilizado)} + 5 \text{ (efectivo de la venta de inmovilizado)} + 7 \text{ (pérdidas no derivadas de explotación)}$.³

- 7) El cambio en la cuenta de terrenos se debe a la adquisición de nuevos terrenos, cuyo pago se realizó en efectivo. Esta compra es una actividad de inversión, por lo que anotamos -2 en la columna FI, lo que significa que ABC pagó 2 por la compra de terrenos.
- 8) El cambio en la cuenta de existencias (-6) es resultado de una actividad de explotación, por lo que se registra en la columna FE.

² Ganancia o pérdida por la venta de inmovilizado usado $(-7) = \text{Precio de venta (5)} - \text{Valor contable del inmovilizado vendido (12)}$. La cifra negativa -7 indica una pérdida. Si aislamos el valor contable del inmovilizado vendido a la izquierda de la ecuación, obtendremos: $\text{VC del inmovilizado vendido (12)} = \text{Precio de venta (5)} - \text{Pérdidas de la venta de inmovilizado material } (-7)$.

³ Si la empresa hubiera obtenido una ganancia no derivada de la explotación, el ajuste habría consistido en deducir dicha ganancia en la columna FE.

- 9) El cambio en las cuentas a cobrar es debido a las ventas pendientes de cobro y es una actividad de explotación, por lo que reflejamos -9 en la columna FE. La intuición es que si las cuentas a cobrar aumentan, quiere decir que están cobrando menos de los clientes y, por tanto, tendrán menos caja. Por ello se resta el aumento en cuentas a cobrar.

Tras anotar todos los cambios, veamos cómo ha quedado nuestra hoja de cálculo. Tal y como se puede apreciar, al sumar las diferentes columnas, obtenemos como resultado el efectivo procedente de las actividades de explotación, inversión y financiación, así como la variación total del saldo de caja:

$\Delta \text{ Caja} = - \Delta \text{ Activo, salvo tesorería} + \Delta \text{ P} + \Delta \text{ PN}$ (convención de signos: los cobros se registran con signo positivo y los pagos con signo negativo)				
(en millones de euros)				
Estado de Flujos de Efectivo de ABC del Año 2				
Cambios en el Balance	Δ	FE (beneficio +/- ajustes)	FI (solo cobros y pagos)	FF (solo cobros y pagos)
$-\Delta$ Cuentas a cobrar	-9 =	$-\Delta$ Cuentas a cobrar -9		
$-\Delta$ Existencias	-6 =	$-\Delta$ Existencias -6		
$-\Delta$ Terrenos	-2 =		Compra terreno -2	
$-\Delta$ Inmov. mat., neto	-6 =	+Amortización 54 +Pérdida venta inmov. 7	Compra inmov. -72 Venta inmov. 5	
$+\Delta$ Cuentas a pagar	5 =	$+\Delta$ Cuentas a pagar 5		
$+\Delta$ Intereses a pagar	-2 =	$+\Delta$ Intereses a pagar -2		
$+\Delta$ Préstamo banco	-31 =			Devoluc. préstamo -31
$+\Delta$ Capital contribuido	15 =			Emisión acciones 15
$+\Delta$ Beneficios retenidos	34 =	Beneficio 44		Pago dividendos -10
$+\Delta$ Caja	2 =	FE 93	FI -69	FF -26

En la columna FE, se puede observar cómo se ha ajustado el beneficio (44, cifra que no es caja) para obtener el flujo de efectivo de explotación (93). Las columnas correspondientes al FI y al FF incluyen una lista con las entradas y salidas de caja en la que se desglosan los componentes de cada flujo. Si reordenamos ligeramente las diferentes partidas, obtendremos el estado de flujos de efectivo mediante el método indirecto, tal y como lo presentan las empresas. Obsérvese en la página 9 que la información de los apartados de inversión y financiación se presenta de la misma forma que en el estado de flujos de efectivo elaborado mediante el método directo que aparece en la página 2. El método indirecto es el más empleado por las empresas para presentar este estado contable y, de hecho, las NIIF y los US GAAP exigen el uso de este formato. El empleo del método directo es opcional, pero si lo utilizan, las empresas deberán presentar los datos también mediante el método indirecto, tal y como se puede ver en el **Anexo 1** para el caso de KONE.


Estado de flujos de efectivo de ABC para el año 2 (método indirecto)
(en millones de euros)
Actividades de explotación

Beneficio neto	44
+ Amortización	54
+ Pérdida por la venta de inmovilizado material	7
– Δ Cuentas a cobrar	–9
– Δ Existencias	–6
+ Δ Cuentas a pagar	5
+ Δ Intereses a pagar	<u>–2</u>

Flujo de efectivo derivado de las actividades de explotación (FE) 93

Actividades de inversión

Adquisición de terrenos	–2
Adquisición de inmovilizado material	–72
Venta de inmovilizado material	<u>5</u>

Flujo de efectivo derivado de las actividades de inversión (FI) –69

Actividades de financiación

Devolución del préstamo	–31
Emisión de acciones nuevas	15
Pago de dividendos	<u>–10</u>

Flujo de efectivo derivado de las actividades de financiación (FF) –26

Variaciones de efectivo (FE + FI + FF) –2

Saldo de caja inicial	72
Variación del saldo de caja durante el año 2	–2
Saldo de caja final	<u>70</u>

En el **Anexo 2** que se recoge al final del documento, hemos incluido una explicación detallada de los ajustes que se realizan al beneficio. Es importante tener en cuenta que el flujo de efectivo de las actividades de explotación consta de los siguientes elementos:

FE = Beneficio + Amortización + Pérdidas no derivadas de la explotación – Ganancias no derivados de la explotación – Δ Activos* de explotación + Δ Pasivos de explotación

Algunas empresas reportan un concepto denominado «flujo de caja libre» (*free cash flow*, en inglés), que se define como la diferencia entre el flujo de efectivo de explotación menos la inversión neta en inmovilizado. A este último elemento se le conoce como «capex» (por la abreviatura del término en inglés, *capital expenditures*). El *free cash flow* mide la capacidad que tiene una empresa para generar la suficiente caja para poder seguir desarrollando su actividad. Se trata de un indicador muy utilizado tanto por los analistas como por la prensa financiera. En el ejemplo anterior, el *free cash flow* de la empresa ABC es 24 (= 93 – 69). Quiere decir que la explotación ha generado tesorería suficiente para cubrir las inversiones en *capex*. Estas inversiones son necesarias para que la empresa pueda seguir funcionando, pues es necesario reemplazar las máquinas, etc. El remanente, 24, está disponible para devolver deuda o pagar dividendos. Por eso se le llama caja *libre*.

Como se ha podido comprobar, el método indirecto no es trivial. Además, es muy probable que nuestras explicaciones le hayan resultado al lector difíciles, complejas y poco claras. Sirva de consuelo saber que todos aquellos que se enfrentan por primera vez a la elaboración de un estado de flujos de efectivo mediante el método indirecto se encuentran en la misma situación. Sin embargo, la experiencia demuestra que, con la práctica, se termina adquiriendo confianza con este método. ¡Suerte!



Anexo 1

Estado de flujos de efectivo de KONE

(En millones de euros)	2013	2012
<i>Método directo para calcular el flujo de efectivo de explotación</i>		
Cobros de clientes	446,01	373,61
Efectivo obtenido de otros resultados de explotación	12,34	9,06
Pagos a empleados y proveedores	-300,71	-247,66
Instrumentos financieros (cobro de intereses y dividendos, pago de intereses y otros)	272,40	295,72
Pagos de impuestos y otros	-28,39	-21,66
Flujo de efectivo de las actividades de explotación (FE)	401,65	409,07
Inversiones en inmovilizado	-14,03	-16,24
Ingresos derivados de la venta de inmovilizado	0,00	0,13
Inversiones en filiales	-372,07	-224,91
Cobros derivados de la venta de acciones de filiales	0,00	382,27
Flujo de efectivo de las actividades de inversión (FI)	-386,10	141,25
Compra de acciones propias	-62,88	-36,86
Aumento del patrimonio neto (ejercicio de derechos de opciones sobre acciones)	24,40	29,70
Variación neta de las deudas a corto plazo	489,12	-278,10
Variación neta de las deudas a largo plazo	360,26	28,47
Dividendos	-781,20	-740,82
Aportaciones recibidas del Grupo	33,78	40,26
Otros elementos de financiación	32,23	128,78
Flujo de efectivo de las actividades de financiación (FF)	95,71	-828,57
Variaciones de efectivo y equivalentes (FE + FI + FF)	111,27	-278,25
Efectivo y equivalentes a 1 de enero	40,78	319,04
Variaciones de efectivo y equivalentes	111,27	-278,25
Efectivo y equivalentes a 31 de diciembre	152,05	40,78
Conciliación del beneficio con el flujo de efectivo de las actividades de explotación		
(En millones de euros)	2013	2012
<i>Método indirecto para calcular el flujo de efectivo</i>		
Beneficio del ejercicio	429,46	459,32
Amortizaciones	11,75	10,30
Otros ajustes	-41,04	-32,03
Variación del capital circulante		
Variación cuentas a cobrar	-36,04	-17,02
Variación cuentas a pagar	37,53	-11,51
Flujo de efectivo de las actividades de explotación (FE)	401,65	409,07

Fuente: informe anual de KONE.

Anexo 2

Explicación de los diferentes ajustes que se realizan al beneficio para derivar el FE

En el método indirecto, el beneficio se ajusta para calcular el flujo de efectivo de explotación. El beneficio es el resultado de deducir todos los gastos de los ingresos de una empresa. Parte de los ingresos y los gastos no se realizan en efectivo, por lo que es necesario ajustarlos para obtener los flujos de efectivo reales.

Los *ingresos por ventas* (un total de 1.200) no equivalen al total de cobros en efectivo, dado que las ventas de ABC se realizaron a crédito. Por tanto, debemos conocer la cantidad de dinero que los clientes pagaron en efectivo durante el año. Para ello, podemos usar la información en las cuentas a cobrar:

Cuentas a cobrar			
SI	93		
Ventas a crédito (de la cuenta de resultados)	1.200	1.191	Cobros en efectivo
SF	<u>102</u>		

En el balance, vemos el saldo inicial y el saldo final de las cuentas a cobrar, y en la cuenta de resultados los ingresos por ventas. Podemos reflejar esta información en la cuenta en T para calcular los cobros en efectivo: SI (93) + Ventas a crédito (1.200) – Cobros en efectivo (?) = SF (102). Al resolver esta ecuación, sabremos que los cobros en efectivo ascienden a 1.191. La diferencia entre los ingresos por ventas y los cobros en efectivo equivale al cambio en cuentas a cobrar: $1.200 - 1.991 = 9$. Por tanto, para ajustar los ingresos por ventas, debemos restarles 9 ($-\Delta$ cuentas por cobrar) para obtener los cobros en efectivo. En la primera línea de la tabla al final de este anexo, se refleja este ajuste.

El *gasto por el coste de las mercancías vendidas* (CMV) no es el efectivo que se paga a los proveedores de dichas mercancías. Para derivar esta cifra, debemos utilizar dos cuentas en T:

Existencias			
SI	151		
Compra de existencias	787	781	CMV (dato de la cuenta de resultados)
SF	<u>157</u>		
Cuentas a pagar			
		136	SI
Pagos a proveedores	782	787	Compra de existencias
		<u>141</u>	SF



Anexo 2 (continuación)

Mediante la cuenta en T de las existencias deducimos la cantidad correspondiente a la compra de existencias: SI (151) + Compra de existencias (?) – gasto COGS (781) = SF (157). Esta cifra (787) es el valor de las existencias compradas, pero no es la cantidad que se ha pagado a los proveedores. Para calcular el efectivo que se ha pagado a los proveedores, se emplea la cuenta en T de las cuentas por pagar: SI (136) + Compra de existencias (787) – Pagos a proveedores (?) = SF (141). El efectivo pagado a los proveedores es 782. Como se puede observar en la línea 2 de la tabla de abajo, los pagos a los proveedores son el resultado de restar el cambio en las existencias (–6) al gasto por el coste de las mercancías vendidas y sumarle el cambio en las cuentas por pagar (+5).

El *gasto por salarios* coincide con los pagos a empleados, pues no hay en el balance una cuenta de salarios a pagar: no se les debe nada. Por tanto, no será necesario ajustar dicho gasto.

El *gasto por amortización* no implica un pago en efectivo. El ajuste consiste en anular el gasto volviendo a sumar la amortización.

La *pérdida por venta de inmovilizado material* constituye una pérdida no de explotación que reduce el beneficio neto. Puesto que nuestro objetivo es calcular el efectivo de las actividades de explotación, anularemos el efecto de dicha pérdida volviéndola a sumar.

El *gasto por intereses* no coincide con los intereses pagados. La diferencia entre el gasto (12) y el pago (14) es igual a la variación de los intereses a pagar (–2). Así pues, el ajuste del gasto por intereses consistirá en volver a sumar la variación, tal y como se muestra en la tabla de abajo.

Intereses a pagar		
	10	SI
Intereses pagados	14	Gasto por intereses
	<u>8</u>	SF

Por último, el *gasto por impuestos* coincide con el pago de impuestos, puesto que no existe en el balance una cuenta en la que se registren intereses a pagar. Por tanto, no es necesario ajustar dicho gasto.

Empresa ABC: ajustes a los ingresos y gastos para obtener los cobros y pagos de explotación

(en millones de euros)	Año 2 Beneficio	Ajustes		Año 2 FE	
Ingresos por ventas	1200	–9 (–Δ cuentas a cobrar)	=	1191	Cobros de clientes
Gasto CMV	–781	–6 (–Δ exist.) + 5 (+Δ cuentas a pagar)	=	–782	Pagos a proveedores
Gasto por salarios	–280	0	=	–280	Pago de salarios
Gasto por amortización	–54	54	=	0	La amortiz. no es caja
Pérdida por venta inmov.	–7	7	=	0	No es explotación
Gasto por intereses	–12	–2 (+Δ intereses a pagar)	=	–14	Pago de intereses
Gasto por impuestos	–22	0	=	–22	Pago de impuestos
Beneficio neto	44	–9–6+5+54+7–2	=	93	Flujo de explotación

Anexo 2 (continuación)

Obsérvese que los flujos de efectivo obtenidos en la última columna de la tabla anterior coinciden con los mostrados en el estado de flujos de efectivo por el método directo de la página 2.

Comentario final: como se recordará, el capital circulante se define como la diferencia entre el activo corriente y el pasivo corriente. Algunas empresas presentan el flujo de efectivo de las actividades de explotación del modo siguiente:

$$\text{FE} = \text{Beneficio} + \text{Amortización} + \text{Pérdidas no derivadas de la explotación} - \text{Ganancias no derivadas de la explotación} - \Delta \text{ Activos de explotación no corrientes} + \Delta \text{ Pasivo de explotación no corrientes} - \Delta \text{ Capital circulante, excepto tesorería}$$

En esta expresión del FE, Δ *Capital circulante* se refiere al cambio del activo de explotación corriente (excepto tesorería) neto menos el cambio del pasivo de explotación corriente.