

## DECISIONES DE INVERSIÓN: EL IMPACTO DE LOS FLUJOS DE CAJA<sup>1</sup>.

*Invertir: "Emplear, gastar o colocar caudales en aplicaciones productivas"*  
*Diccionario Real Academia Española.*

### ANÁLISIS FINANCIERO DE UNA INVERSIÓN.

Una de las claves para el éxito de una empresa es tomar buenas decisiones de inversión, o lo que es lo mismo, acertar en el empleo de los recursos económicos de hoy para alcanzar un futuro mejor.

En términos financieros, es "utilizar el dinero hoy para ganar dinero mañana" (como lo expresaba Alfred Sloan). Es decir, ese "futuro mejor" implica que los flujos de dinero que la inversión genere a lo largo de su vida útil tengan un valor mayor que los recursos empleados hoy.

Hay muchos motivos distintos de los estrictamente financieros que pueden justificar una inversión: seguridad, estrategia, prestigio, entre otras. Citando al profesor Palacios: "las decisiones importantes de inversión no son financieras; surgen de iniciativas y se toman sobre todo con criterios de coherencia con los objetivos de la empresa y su negocio."<sup>2</sup> Sin embargo, no se deben obviar los criterios financieros a la hora de decidir una inversión. Las entradas y salidas de dinero en una empresa tienen que estar coordinadas y equilibradas; debe garantizarse que hay recursos suficientes para financiar la inversión y que los flujos que genere alcanzarán para repagar las deudas contraídas y remunerar adecuadamente al capital. Podría decirse que los criterios financieros, aunque no sean el argumento predominante para acometer una inversión, deberían al menos tener el peso suficiente para descartarla cuando se anticipen problemas o riesgos excesivos.

Si se realizan buenas proyecciones sobre la generación de dinero que se producirá como consecuencia de la inversión se evitarán errores frecuentes, como invertir por encima de las posibilidades financieras de la empresa - poniéndola en riesgo de iliquidez - o

---

<sup>1</sup> Nota Técnica de la División de investigación San Telmo Business School, España. Preparada por el profesor Miguel A Soto Araneta.

Copyright © enero 2013, San Telmo Business School. España.

No está permitida la reproducción, total o parcial, de este documento, ni su archivo y/o transmisión de ninguna forma o por cualquier medio, ya sea electrónico, mecánico, por fotocopia, por registro o por otros medios, sin la autorización expresa y escrita de San Telmo Business School Para usar este documento, por favor póngase en contacto con el departamento de Edición de Casos, a través del teléfono en el +34 954975004 o por email a la dirección casos@santelmo.org.

<sup>2</sup> Palacios, Juan Antonio. *DGIN-37 Finanzas para Consejos de Administración*. Nota Técnica de la División de Investigación del Instituto Internacional San Telmo.

invertir cantidades excesivas para el rendimiento que posteriormente se obtiene, mermando la rentabilidad total para el accionista y limitando las posibilidades de puesta en marcha de nuevas iniciativas.

Esta Nota Técnica pretende servir de ayuda para realizar previsiones sobre los flujos de dinero que una determinada inversión va a generar en el futuro. Estas proyecciones de los flujos podrán ser utilizadas como base para los cálculos financieros más habituales: el plazo de recuperación de la inversión, la tasa interna de rentabilidad (TIR) o el valor actual neto (VAN), que no son objeto de esta Nota<sup>3</sup>.

Reflexionaremos sobre cómo se originan y como se emplean los fondos en la empresa y cuáles son los flujos que debemos de tener en cuenta para tomar las mejores decisiones de inversión.

Esta Nota está orientada principalmente a empresas que no cotizan en bolsa, motivo por el cuál su disponibilidad de recursos para invertir está fuertemente supeditada a criterios de configuración institucional además de los propios criterios de rentabilidad financiera.

## **DIFERENCIAS ENTRE EL BENEFICIO CONTABLE Y LA CAJA GENERADA.**

Adoptemos pues el punto de vista financiero. Lo que interesa de una inversión - la razón financiera para invertir - es el dinero que la inversión generará en el futuro. Al decir "dinero" debe entenderse en el sentido más literal de la palabra: billetes de banco, saldos en cuentas bancarias o cualquier otro activo de liquidez inmediata<sup>4</sup>. Al decir "genera" quiere decirse que el negocio no necesita ese dinero para continuar su desarrollo.

Algunos directivos tienden a considerar que el resultado que arroja la cuenta de pérdidas y ganancias es el dinero que la empresa gana o pierde. Sin embargo, entre el resultado contable y la generación de caja hay un largo camino<sup>5</sup>:

- En primer lugar, para calcular el resultado se sigue el principio del devengo. Se anotan partidas de ingresos y gastos que reflejan el origen o el consumo de recursos comprometidos en el periodo, con independencia de que el dinero haya en verdad entrado o salido de la empresa.

---

<sup>3</sup> Sobre este tema puede consultarse: Faus, Josep. *FN-201 La rentabilidad de las inversiones*. Nota Técnica de la División de Investigación del IESE.

<sup>4</sup> En una ocasión, en un Consejo de Administración, el Consejero Delegado proponía realizar una ampliación de capital. El Presidente del Consejo, veterano representante de la familia propietaria, preguntó alarmado "¿se trata de una ampliación de capital de las de *apuntar* o de las de *desembolsar*?" Este hombre tenía clara la diferencia entre dinero líquido y dinero *contable*.

<sup>5</sup> Para profundizar en las diferencias entre la rentabilidad contable y la rentabilidad financiera, véase: Fisher, F.M. y J.I. McGowan (1982). *On the Misuse of Accounting Rates of Return to Infer Monopoly Profits*, American Economic Review, 60 (mayo-junio).

- Así mismo, la cuenta de resultados pretende reflejar la utilización de los activos inmovilizados y para ello periodifica las inversiones a lo largo de la vida útil del bien. La salida de dinero se produce en el momento en que se paga la inversión, sin embargo, en la cuenta de resultados se reparte la carga de la inversión a lo largo del tiempo por medio de las amortizaciones.
- Tampoco la cuenta de resultados recoge los nuevos préstamos que se obtienen, la variación en los créditos dispuestos ni el pago de los vencimientos de préstamos anteriores, que afectan a la disponibilidad de tesorería.

Para realizar previsiones conviene entender cómo se genera y en qué se aplica normalmente la caja en las empresas:

1. Las **operaciones** generan fondos, como consecuencia de los ingresos menos los gastos devengados en el ejercicio, exceptuando las amortizaciones y provisiones que no mueven dinero<sup>6</sup>.
2. Parte de este dinero será empleado en financiar la variación de las **necesidades operativas de fondos**<sup>7</sup> (NOF). Las NOF son las partidas de circulante que se tiene que sostener – caja operativa, clientes y existencias – y para lo que se cuenta con la financiación espontánea que se obtiene de proveedores y acreedores ordinarios. Al corregir los fondos generados con la variación de NOF estamos ajustando la cuenta de resultados al principio del cobro realizando de esta forma la cuenta de tesorería de las operaciones ordinarias.<sup>8</sup>

---

<sup>6</sup> Para calcular los fondos generados por las operaciones se acostumbra a usar la fórmula:  
Beneficio Neto + Amortizaciones

<sup>7</sup> Seguimos en esta Nota la terminología propuesta por el Profesor Faus. En otros textos, este concepto se denomina circulante neto y a veces se confunde con el fondo de maniobra. Para profundizar en este tema puede consultarse:

Faus, Josep (1996) *Finanzas Operativas* Capítulo N. Biblioteca IESE de Gestión de Empresas.

Un enfoque sencillo y práctico sobre el asunto de las NOF puede encontrarse en:

Martínez Abascal, Eduardo (2004). *Finanzas para directivos* (2005). Capítulo 1. Ed. McGrawHill.

<sup>8</sup> Desarrollemos esta idea de forma simplificada:

- Los cobros serán las ventas menos el incremento del saldo de los clientes (más si se reduce).
- Los pagos por compras de materias primas serán las compras mas el aumento del saldo de proveedores (menos si disminuye). A su vez las compras serán el coste de las mercancías vendidas más el crecimiento de las existencias (menos si descienden).
- Los pagos por gastos serán los gastos menos (mas) el incremento (decremento) de la cifra de acreedores.
- La caja generada por las operaciones en el periodo será igual a los cobros menos los pagos.

Si ordenamos esto de otra forma, tendremos:

- Ventas menos Costes de las mercancías vendidas menos Gastos = fondos generados por las operaciones.
- Incremento (menos si disminuyen) de clientes + Aumento (menos si decrecen) de Existencias – Aumento (más si se reducen) de proveedores y acreedores, ajustado por la variación de la caja operativa = Variación de las NOF.
- Caja generada por las operaciones = Fondo generado por las operaciones menos Incremento de las NOF (mas si se reducen).