



# INTERPRETACION DE LOS ESTADOS FINANCIEROS

---

Tomado de **ANALISIS PARA LA DIRECCION FINANCIERA**, por Robert C. Higgins. McGraw-Hill, 7<sup>ma</sup> edición, Cap. 1, Pag. 3-26. Reproducido en el INCAE para servir como base de discusión en clase, más bien que como ilustración del manejo correcto o incorrecto de la gestión administrativa.

**DISTRIBUCION RESTRINGIDA**



# Interpretación de los estados financieros

Los estados financieros son como el perfume de calidad; hay que olerlo pero no tragárselo

*Abraham Brilloff*

La contabilidad es el registro de un negocio. Traduce las diversas actividades de una compañía en una serie de datos objetivos que proporcionan información sobre la evolución de la compañía, sus problemas y perspectivas. La gestión financiera conlleva la interpretación de estos datos contables para evaluar el comportamiento y planificar acciones futuras.

El dominio del análisis financiero reviste importancia para muchos tipos de personas, incluyendo inversores, acreedores y reguladores. Pero en ninguna parte resulta más importante que en el seno de la compañía. Con independencia de la especialidad funcional o el tamaño de la compañía, los gestores que poseen esta capacidad pueden diagnosticar las enfermedades de su empresa, prescribir remedios efectivos y anticipar las consecuencias financieras de sus acciones. Al igual que un deportista que no consigue llevar la cuenta de los tantos, un directivo que no comprende completamente la contabilidad y las finanzas trabaja con una desventaja innecesaria.

Este capítulo y el siguiente contemplan el uso de la información contable en la valoración de la salud financiera. Comenzaremos con una visión general de los principios contables que rigen los estados financieros y un examen de una de las nociones más confusas y de las que más se ha abusado en finanzas: el flujo de caja. Dos cuestiones recurrentes serán, por un lado, que la definición y medición de los beneficios es un reto mayor de lo que cabría esperar, y, por otro, que la rentabilidad por sí sola no garantiza el éxito, ni siquiera la supervivencia. En el Capítulo 2 nos detendremos en las medidas del comportamiento financiero y el análisis de ratios.

### El ciclo del flujo de caja

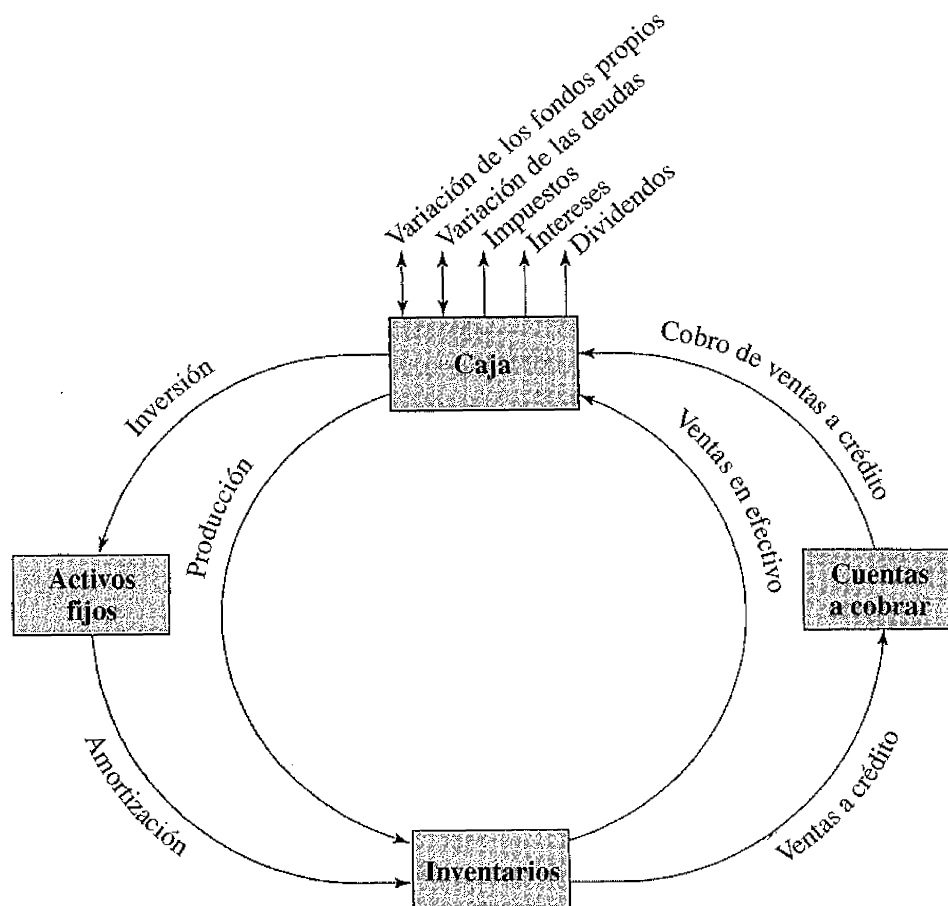
Las finanzas pueden parecer enigmáticas y complejas a los no iniciados. Sin embargo, son relativamente pocos los principios básicos que deben guiar nuestro razonamiento. Uno es que *las finanzas y las operaciones de una empresa están completamente conectadas*. Las actividades de una compañía, su método operativo y su estrategia competitiva fundamentalmente determinan la estructura financiera de la misma. Lo contrario también es cierto: las decisiones que parecen de naturaleza esencialmente financiera pueden afectar significativamente a la compañía. Por ejemplo, la forma en que una empresa financia sus activos puede afectar a la naturaleza de las inversiones que podrá acometer en años futuros.

El ciclo de producción del flujo de caja recogido en el Gráfico 1.1 ilustra la estrecha interconexión que existe entre las operaciones de una compañía y sus finanzas. Para simplificar, suponga que la compañía considerada es nueva, que ha obtenido fondos de sus propietarios y acreedores, que ha comprado activos productivos y que ahora está en disposición de iniciar sus operaciones. Para ello, la compañía utiliza efectivo para adquirir materias primas y contratar trabajadores; con estos factores, fabrica el producto y lo almacena temporalmente en inventario. De esta forma, lo que comenzó como efectivo es ahora inventario físico. Cuando la compañía vende un artículo, el inventario físico se transforma de nuevo en efectivo. Si la venta se realiza en efectivo, esto sucede de forma inmediata; si no, el efectivo no se materializa hasta algún tiempo después cuando las cuentas a cobrar se saldan. Este simple movimiento de caja a inventarios, a cuentas a cobrar y de nuevo a caja es el *ciclo operativo*, o *capital circulante*, de la empresa.

Otra actividad representada en el Gráfico 1.1 es la inversión. A lo largo de un periodo de tiempo, el activo fijo de una compañía se va consumiendo, o gastando, en la creación de productos. Es como si cada artículo que pasa por el negocio se llevara consigo una pequeña porción del valor del activo fijo. El contable reconoce este proceso reduciendo sistemáticamente el valor contable del inmovilizado e incrementando el valor de las mercaderías que pasan al inventario por una cuantía conocida como *amortización*. Para mantener la capacidad pro-

### GRÁFICO 1.1

El ciclo flujo de caja-producción



ductiva, la compañía debe invertir parte de la nueva caja en nuevos activos fijos. El objeto de todo este ejercicio es, naturalmente, garantizar que la caja recuperada del ciclo operativo y del ciclo de la inversión supere el importe que inició el trayecto.

Podríamos complicar más el Gráfico 1.1 incluyendo las cuentas a pagar y ampliando el uso de deuda y fondos propios para generar caja, pero el gráfico ya demuestra dos principios básicos. En primer lugar, que *los estados financieros constituyen una buena ventana a la realidad*. Las políticas operativas de una compañía, sus técnicas de producción, y los sistemas de control del crédito y de los inventarios, determinan básicamente el perfil financiero de la empresa. Si, por ejemplo, una compañía precisa mayor prontitud en el pago de las ventas a crédito, sus estados financieros revelarán una menor inversión en cuentas a cobrar y posiblemente un cambio en sus ingresos y beneficios. Este vínculo entre las operaciones de una empresa y sus finanzas es lo que nos lleva a estudiar los estados financieros. Tratamos de entender las operaciones de una compañía y predecir las consecuencias financieras de su modificación.

El segundo principio ilustrado en el Gráfico 1.1 es que *los beneficios no equivalen al flujo de caja*. El efectivo —y la oportuna conversión de efectivo en inventarios, cuentas a cobrar y de nuevo en efectivo— es la savia de cualquier compañía. Si este flujo de caja se corta o se ve considerablemente interrumpido, puede producirse una situación de insolvencia. No obstante, el hecho de que una compañía sea rentable no garantiza que su flujo de caja vaya a ser suficiente para mantener la solvencia. Para ilustrar esto supongamos que una compañía pierde el control de sus cuentas a cobrar al permitir que los clientes se demoren cada vez más en el pago, o supongamos que la compañía fabrica sistemáticamente más mercancías de las que vende. En este caso, aunque la compañía está vendiendo mercaderías con beneficio a los ojos de un contable, es posible que sus ventas no estén generando efectivo suficiente lo bastante rápido como para reponer los pagos necesarios para producir e invertir. Cuando una compañía no tiene suficiente caja para atender las obligaciones a su vencimiento, es insolvente. Tomemos otro ejemplo: suponga que la compañía está gestionando cuidadosamente sus inventarios y sus cuentas a cobrar, pero el rápido crecimiento de las ventas está precisando una inversión cada vez mayor en dichos activos. En ese caso, aunque la compañía sea rentable, es posible que su caja sea insuficiente para hacer frente a sus obligaciones. La compañía estará literalmente «rompiendo su crecimiento». Estos breves ejemplos ilustran por qué un gestor debe preocuparse por el flujo de caja al menos tanto como por el beneficio.

Con el fin de explorar con más detalle estos temas y de mejorar la capacidad de utilizar la información contable en la evaluación del comportamiento de una compañía, necesitamos revisar lo más esencial de los estados financieros. Si este es su primer contacto con la contabilidad financiera, prepárese porque avanzaremos deprisa. Si el ritmo es demasiado rápido, eche un vistazo a las preguntas de contabilidad recomendadas al final del capítulo.

## El balance

La fuente de información más importante a la hora de evaluar la salud financiera de una compañía son sus estados financieros, que constan principalmente de un balance, una cuenta de resultados y un estado de flujos de tesorería. Detengámonos brevemente en cada uno de ellos.

Un *balance* es una foto financiera, tomada en un momento dado, de todos los activos que posee una compañía y de todos los derechos sobre dichos activos. La relación básica es

$$\text{Activo} = \text{Pasivo} + \text{Fondos propios}$$

Es como si una manada (¿cuadrilla?, ¿tropa?) de auditores pasara por todo el negocio en el día convenido, haciendo un listado de todo lo que la compañía posee y asignando un valor a cada partida. Después de tabular los activos de la compañía, los auditores hacen una relación de todos los pasivos pendientes de la compañía, donde un pasivo es simplemente toda obligación de realizar un pago o, alternativamente, cualquier forma de adeudo. Una vez sumado lo que la compañía *posee y debe*, los auditores denominan a la diferencia entre ambos *fondos propios*. Los fondos propios constituyen la estimación que el contable hace del valor de la inversión de los accionistas en la compañía, del mismo modo que el capital del propietario de una vivienda es el valor de su vivienda menos la hipoteca pendiente sobre la misma. Los fondos propios también reciben la denominación de *capital social*, o simplemente *acciones*.

Para ilustrar las técnicas y conceptos presentados en este libro, me referiré cuando sea posible a Ametek, Inc., una compañía con sede en Paoli, Pensilvania, que factura mil millones de dólares en instrumentos electrónicos y motores. Las ventas de Ametek se distribuyen a partes iguales entre sofisticados instrumentos de prueba y calibrado para las industrias aeroespacial y de energía, y motores más mundanos que se encuentran en ordenadores personales y aspiradoras. Los Cuadros 1.1 y 1.2 presentan el balance y la cuenta de resultados de Ametek, respectivamente, para 2000 y 2001. Si el significado preciso de cada una de las categorías de activos y pasivos recogidas en el Cuadro 1.1 no le resulta evidente en un primer momento, tenga paciencia, trataremos cada una de ellas en las próximas páginas. Además, todos los términos contables utilizados aparecen en el Glosario al final del libro.

La ecuación del balance de Ametek para 2001 es

$$\begin{array}{rcl} \text{Activos} & = & \text{Pasivos} \quad \quad \quad + \text{Fondos propios} \\ 1.029,3 \text{ millones \$} & = & 694,2 \text{ millones \$} + 335,1 \text{ millones \$} \end{array}$$

## Activo y pasivo circulante

Los contables definen de forma arbitraria todo activo o pasivo, que se convertirá en caja en un plazo inferior al año, como *circulante* y todos los demás activos y pasivos como de largo plazo o *fiijo*. El inventario es un activo circulante porque hay motivos para pensar que se venderá y generará caja dentro del año. Las cuentas a pagar son pasivos a corto plazo porque deben ser pagados antes de un año. Obsérvese que aunque Ametek es un fabricante, más de un tercio de sus activos son circulantes. Ahondaremos en esta cuestión en el siguiente capítulo.

## Fondos propios

Un motivo habitual de confusión es el elevado número de cuentas que aparecen en la parte del balance correspondiente a los fondos propios. Ametek tiene cinco, empezando por las acciones ordinarias y terminando con las acciones en cartera (véase el Cuadro 1.1). Salvo que no tenga elección, mi consejo es que olvide estas distinciones. Dan trabajo a contables y abogados, pero rara vez tienen efectos prácticos. Simplemente sume todo lo que no signifique adeudo y llámelo fondos propios.

### Una nota para los incautos

Nada estropea antes una buena discusión financiera (si tal cosa existe) que la sugerencia de que si una compañía tiene una caja o tesorería insuficiente, siempre puede gastar parte de sus fondos propios. Los fondos propios están en el lado del pasivo en el balance, no en el del activo. Representan los derechos de los propietarios sobre activos existentes. En otras palabras, ese dinero ya se ha gastado.

**CUADRO 1.1**

Ametek, Inc. Balance (millones de \$)

	31 de diciembre		Variación en la cuenta (\$)
	2000	2001	
<b>Activo</b>			
Caja	7,2	14,1	7,0
Valores negociables	8,1	8,2	0,1
Cuentas a cobrar, menos provisiones	139,6	181,0	41,5
Inventarios	129,4	152,5	23,2
Impuesto de sociedades anticipado	10,5	101	(0,4)
Otros activos circulantes	8,4	13,3	5,0
<b>Total activo circulante</b>	<u>303,1</u>	<u>379,3</u>	
Terrenos, edificios, maquinaria	528,5	561,8	33,2
Menos depreciación y amortización acumuladas	314,6	347,3	32,7
Activos fijos netos	<u>214,0</u>	<u>214,5</u>	0,5
Fondo de comercio, neto de amortización acumulada	299,5	387,4	87,9
Inversiones y otros activos	42,5	48,0	5,6
<b>Total activo</b>	<u>859,0</u>	<u>1.029,3</u>	
<b>Pasivo y Fondos Propios</b>			
Efectos a pagar	126,3	166,1	39,9
Deuda a largo plazo pagadera en un año	1,3	1,3	(0,1)
Cuentas a pagar	87,3	86,7	(0,6)
Impuesto de sociedades a pagar	12,3	1,5	(10,8)
Pasivos acumulados	70,4	80,5	10,1
<b>Total pasivo circulante</b>	<u>297,7</u>	<u>336,2</u>	
Deuda a largo plazo	233,6	303,4	69,8
Impuesto de sociedades diferido	33,2	33,5	0,3
Otro pasivo a largo plazo	13,7	21,2	7,4
<b>Total pasivo</b>	<u>578,2</u>	<u>694,2</u>	
Acciones ordinarias	0,3	0,3	
Prima de emisión	2,2	0,7	
Beneficios retenidos	330,7	388,9	
Otras pérdidas acumuladas	(30,2)	(37,0)	
Menos acciones en cartera (22,3) (17,9)	(22,3)	(17,9)	
<b>Total fondos propios</b>	<u>280,8</u>	<u>335,1</u>	54,2
<b>Total pasivo y fondos propios</b>	<u>589,0</u>	<u>1.029,3</u>	

Es posible que los totales no cuadren debido al redondeo

## La cuenta de resultados

Un balance es una fotografía en un momento del tiempo. Una cuenta de resultados, en cambio, registra el flujo de recursos a lo largo del tiempo. Utilizando los datos de Ametek para 2001, la relación básica es

$$\begin{array}{rclclclclcl} \text{Ventas netas} & - & \text{Coste} & - & \text{Gastos} & - & \text{Gastos} & - & \text{Impuestos} & = & \text{Beneficio} \\ & & \text{de ventas} & & \text{de explotación} & & \text{no operativos} & & & & \\ 1.019,3 \$ & - & 777,9 \$ & - & 131,8 \$ & - & 25,2 \$ & - & 18,3 \$ & = & 66,1 \$ \end{array}$$

El *beneficio* mide hasta qué punto las ventas netas generadas durante el periodo contable superaron los gastos originados en la producción de dichas ventas. Para no repetir, el beneficio también es denominado habitualmente *resultado*, a menudo con la palabra *neto* detrás, y las ventas netas muchas veces reciben también el nombre de *ingresos* o *ingresos netos*. Jamás he encontrado una distinción significativa entre estos términos. ¿Por qué tantas palabras para describir lo mismo? Mi opinión personal es que los contables están tan constreñidos por las normas en sus cálculos de las distintas partidas que su creatividad se descontrola un poco cuando se trata de ponerles nombres.

Normalmente, las cuentas de resultados se dividen en dos segmentos, operativo y no operativo. Como los nombres sugieren, el segmento operativo recoge los resultados de las actividades principales que realiza la compañía, mientras que el segmento no operativo resume todas las actividades secundarias. En 2001, Ametek publicó un beneficio operativo de 109,6 millones \$ y gastos no operativos, principalmente gastos de intereses, de 25,2 millones \$ (véase el Cuadro 1.2).

## La medición del beneficio

Éste no es lugar para una exposición detallada de la contabilidad. Sin embargo, dado que el beneficio, o la ausencia del mismo, es un indicador crítico de la salud financiera, hay que mencionar algunos detalles técnicos de la medición del beneficio.

### *Contabilidad basada en el principio del devengo*

La medición del beneficio contable implica dos pasos: (1) la identificación de los ingresos del periodo y (2) la asignación de los costes correspondientes a los ingresos. Centrándonos en el primer paso, es importante reconocer que ingresos no es lo mismo que efectivo ingresado. De conformidad con el *principio del devengo* (¿un principio cruel?<sup>1</sup>) de la contabilidad, los in-

### CUADRO 1.2

Ametek, Inc. Cuenta de resultados (millones de \$)

	31 de diciembre	
	2000	2001
Ventas netas	1.024,7	1.019,3
Coste de ventas	761,5	777,9
Beneficio bruto	263,1	241,4
Costes de ventas, generales y administrativos	95,1	98,7
Amortización	32,1	33,2
Total gastos operativos	127,2	131,8
Beneficio operativo	135,9	109,6
Intereses	29,2	27,9
Otros gastos (ingresos) netos	0,5	(2,7)
Total gastos no operativos	29,8	25,2
Beneficio antes de impuestos (BAT)	106,1	84,4
Provisión para el impuesto de sociedades	37,6	18,3
<b>Beneficio neto</b>	<b>68,5</b>	<b>66,1</b>

<sup>1</sup> El autor hace un juego de palabras, aprovechando que suenan igual en inglés, entre «accrual principle» (principio del devengo) y «a cruel principle» (un principio cruel) [Nota del Revisor Técnico].



gresos se reconocen en cuanto «el esfuerzo necesario para generar la venta se ha completado de forma substancial y hay una certeza razonable de que se recibirá el pago». El contable considera el momento real del ingreso en caja como una mera cuestión técnica. Para las ventas a crédito, el principio de devengo significa que el ingreso es reconocido en el momento de la venta, no cuando el cliente realiza el pago. Esto puede dar lugar a un desfase temporal significativo entre la generación del ingreso y el cobro en caja. Fijándonos en Ametek, vemos que los ingresos de 2001 ascendieron a 1.019,3 millones \$ pero las cuentas a cobrar crecieron 41,5 millones \$ a lo largo del año. De esta forma, concluimos que el efectivo obtenido de las ventas durante 2001 fue sólo de 977,8 millones \$ (1.019,3 millones \$ – 41,5 millones \$). Los otros 41,5 millones \$ todavía están pendientes de cobro.

### **Amortización**

El activo fijo y su depreciación asociada plantean al contable un problema particularmente peliagudo de correspondencia entre partidas. Supongamos que en 2003 una compañía construye una nueva instalación por 50 millones \$ con una vida productiva esperada de 10 años. Si el contable asigna el coste total de la instalación a los gastos de 2003, se obtendrán unos resultados distorsionados. Los beneficios de 2003 parecerán reducidos debido al gasto de 50 millones \$, mientras que los beneficios de los nueve años siguientes parecerán mucho mejores, dado que la nueva instalación aportará ingresos, pero no gastos. De esta forma, el cargo del coste total de un activo a largo plazo en un solo año distorsiona claramente el beneficio publicado.

El enfoque preferido consiste en repartir el coste de la instalación a lo largo de su vida útil esperada en forma de amortización. Como la única salida de caja asociada a la instalación se produce en 2003, la amortización anual recogida como coste en la cuenta de resultados de la compañía no es una salida de caja. En realidad, es un *gasto sin salida de caja* utilizado para vincular el gasto de 2003 con el ingreso resultante. En otras palabras, la amortización es la asignación de gastos pasados a periodos futuros para ajustar la correspondencia entre ingresos y gastos. Un vistazo a la cuenta de resultados de Ametek pone de relieve que en 2001 la compañía incluyó entre sus gastos operativos un gasto sin salida de caja de 32,2 millones \$ por depreciación y amortización. Dentro de pocas páginas veremos que durante ese mismo año, la compañía gastó 29,4 millones \$ en la adquisición de nuevos activos fijos.

Para determinar la cuantía de la amortización a imputar a un activo concreto, hay que realizar tres estimaciones: la vida útil del activo, su valor de rescate y el método de asignación que se utilizará. Estas estimaciones deberían basarse en información económica y técnica, la experiencia y cualquier otro dato objetivo sobre el comportamiento probable del activo. En términos generales, son dos los métodos de asignación del coste de un activo a lo largo de su vida útil. En el *método directo*, el contable deprecia el activo en una cantidad uniforme todos los años. Si un activo cuesta 50 millones \$, tiene una vida útil de 10 años y un valor de rescate estimado de 10 millones \$, la depreciación directa será 4 millones \$ al año ( $(50 \text{ millones } \$ - 10 \text{ millones } \$)/10$ ).

El segundo método de asignación de costes es en realidad una familia de métodos conocida como *depreciación acelerada*. Estas técnicas cargan una depreciación mayor en los primeros años de vida del activo y, por consiguiente, menos en los últimos años. La depreciación acelerada no permite a la compañía computar una depreciación total más alta; lo que sí hace es alterar la distribución temporal del reconocimiento. Aunque no hace falta detenernos aquí en las especificidades de las diversas técnicas aceleradas, sí es preciso reconocer que la expectativa de vida, el valor de rescate y el método de asignación utilizado por una compañía pueden afectar de manera fundamental al beneficio publicado. En general, si una compañía es conservadora y amortiza sus activos rápidamente, tenderá a infravalorar el beneficio actual y viceversa.

***Impuestos***

Una segunda cuestión destacable sobre la contabilidad de la amortización hace referencia a los impuestos. La mayoría de las compañías estadounidenses, con la excepción de las que son muy pequeñas, mantienen al menos dos series de registros financieros: una para la gestión de la compañía y la presentación de información a los accionistas y otra para determinar la factura impositiva de la empresa. El objetivo de la primera es, o debería ser, mostrar con exactitud el comportamiento financiero de la compañía. El objetivo de la segunda serie es mucho más simple: minimizar impuestos. Olvide la objetividad y minimice impuestos. Estos objetivos diferentes implican que los principios contables utilizados en la construcción de los dos registros difieren substancialmente. La contabilidad de la amortización es un buen ejemplo. Con independencia del método utilizado para rendir cuentas a los accionistas, los libros de impuestos de la compañía minimizarán los impuestos actuales utilizando el método de amortización más rápido durante la vida útil más corta que permitan las autoridades fiscales.

Este doble registro de la información genera complicaciones en los estados financieros publicados por las compañías estadounidenses. A modo de ilustración, la «provisión para el impuesto sobre la renta de sociedades» de 18,3 millones \$ que aparece en la cuenta de resultados de 2001 de Ametek no equivale a los impuestos pagados; en realidad, es el impuesto pagadero de conformidad con las técnicas contables utilizadas en la elaboración de las cuentas publicadas de Ametek. No obstante, como la compañía utilizó técnicas contables diferentes para las autoridades fiscales —técnicas cuyo objetivo es diferir el pago del impuesto a años futuros—, los impuestos pagados en 2001 son, de hecho, más altos que 18,3 millones \$. Para confirmar esto, observe que la compañía tiene dos cuentas de impuestos en el lado del pasivo de su balance denominadas «impuesto de sociedades pagadero» e «impuesto de sociedades diferido» y una cuenta en el lado del activo bajo la rúbrica «impuesto de sociedades anticipado». Las cuentas del pasivo reflejan obligaciones impositivas todavía no pagadas, mientras que la cuenta del pasivo refleja pagos anticipados. El cambio colectivo de estas cuentas indica que el pasivo fiscal de Ametek cayó 10,1 millones \$ a lo largo del año, por lo que los impuestos pagados deben haber sido 28,4 millones \$ ( $28,4 \$ = 18,3 \$ + 10,1 \$$ ).

Provisión para el impuesto de sociedades	18,3 \$
+Reducción del impuesto de sociedades pagadero	10,8
–Aumento de los impuestos diferidos	(0,3)
–Reducción de los impuestos anticipados	(0,4)
Impuestos pagados	28,4\$

Como el pago de 10,1 \$ correspondía a pasivos generados en el pasado, provoca una disminución del pasivo impositivo neto en el balance de Ametek, reduciendo el pasivo impositivo pendiente hasta 24,9 millones \$ (24,9 millones \$ es la suma de las tres cuentas de impuestos de Ametek a finales de 2001). Este pasivo representa dinero que Ametek debe pagar a las autoridades fiscales en el futuro, pero que puede utilizar entretanto para financiar su negocio. Así, las técnicas para diferir impuestos generan el equivalente a un crédito sin intereses del Estado. En Japón, y en otros países que no permiten la utilización de técnicas contables separadas a efectos fiscales e informativos, estas complicaciones nunca se plantean.

## Definición del beneficio

Los acreedores e inversores buscan en el beneficio de la compañía ayuda para dar respuesta a dos cuestiones fundamentales: ¿qué tal le fue a la empresa en el último ejercicio?, y ¿cómo podría irle en el futuro? Para responder a la primera cuestión, es importante utilizar una medida amplia del beneficio que incluya todo lo que afecta al comportamiento de la compañía durante el periodo contable. Sin embargo, para responder a la segunda, preferimos una medida más estrecha del beneficio que deje fuera todo lo que no es habitual o recurrente y se centre estrictamente en la situación regular de la compañía o su comportamiento habitual.

La profesión contable y la *Securities and Exchange Commission* (Comisión del Mercado de Valores) proporcionan atentamente dos medidas oficiales, conocidas como beneficio neto y beneficio operativo, y exigen a las compañías que las incluyan en sus estados financieros.

El **beneficio neto**, o resultado neto, es el famoso «último renglón», definido como ingresos totales menos gastos totales.

El **beneficio operativo** es el beneficio obtenido de las operaciones diarias excluyendo impuestos, ingresos y gastos financieros, y lo que se conoce como partidas extraordinarias. Una partida extraordinaria es aquella que es inusual en su naturaleza e infrecuente en ocurrencia.

Por diversos motivos, en ocasiones legítimos, los ejecutivos de las compañías y los analistas de empresas han sostenido con una firmeza creciente que estas medidas oficiales del beneficio son inadecuadas o inapropiadas para sus propósitos y han impulsado toda una industria dedicada a la creación y promoción de nuevas y mejores medidas del beneficio. He aquí algunas de las más populares.

El **beneficio pro forma**, también conocido como beneficio operativo, beneficio básico o beneficio habitual, es la diferencia entre ingresos totales y gastos totales, omitiendo todos los gastos que la compañía considere que podrían empañar la percepción del inversor sobre el verdadero impulso de los beneficios del negocio. Si le suena vago, en realidad lo es. Cada compañía tiene licencia para decidir qué gastos ignora y para cambiar de opinión de un año a otro. En los tres primeros trimestres de 2001, las 100 compañías de mayor tamaño incluidas en el índice bursátil Nasdaq publicaron unos beneficios pro forma de 20.000 millones \$. Según los Principios Contables Generalmente Aceptados, en el mismo periodo, registraron pérdidas de 82.000 millones \$.<sup>a</sup>

**BAIT**<sup>2</sup> es el beneficio antes de intereses e impuestos, una medida útil y muy utilizada del beneficio de una empresa antes de su reparto entre acreedores, propietarios y el fisco.

**EBITDA**<sup>3</sup> es el beneficio antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización. El EBITDA tiene su utilidad en ciertas industrias, como medios de comunicación, donde las amortizaciones pueden exagerar sistemáticamente la verdadera depreciación económica. No obstante, como destaca Warren Buffet, tratar el EBITDA como sinónimo de beneficio es como decir que un negocio es el equivalente comercial de las pirámides — siempre lo último en tecnología, sin necesidad de ser sustituidas, mejoradas o renovadas. A juicio de Buffet, el EBITDA es un dato favorecido por la banca de inversión que recurre a él cuando no pueden justificar una operación basada en el BAIT.

**EIATBS**<sup>4</sup> es el beneficio ignorando todo lo malo, que es el concepto de beneficio hacia el que los ejecutivos y los analistas parecen dirigirse con su entusiasmo por las definiciones de beneficios cada vez más creativas.

<sup>a</sup> «A survey of International Finance». *Economist*, 18 de mayo de 2002, pág. 20.

<sup>2</sup> En inglés EBIT. [N de RT].

<sup>3</sup> Normalmente no se traduce al español. La palabra inglesa *depreciation* hace mención a la española «amortización del activo fijo», mientras que *amortization* se refiere a la «amortización del fondo de comercio» [N de RT].

<sup>4</sup> Sus siglas en inglés provienen de *earnings ignoring all the bad stuff*.

### Investigación y marketing

Ahora que comprende el modo en que los contables emplean la amortización para repartir el coste de los activos duraderos a lo largo de su vida útil para ajustar mejor ingresos con gastos, es posible que piense que entiende también cómo tratan los gastos de investigación y marketing. Teniendo en cuenta que los desembolsos de I+D y marketing prometen beneficios durante varios periodos futuros, parece lógico que el contable muestre estos gastos como activos cuando se incurre en ellos y que a continuación reparta los costes a lo largo de la vida útil esperada de los activos en forma de un gasto sin salida de caja como la amortización. Una lógica impecable, pero esto no es lo que los contables hacen, al menos no en los Estados Unidos. Como la magnitud y la duración de los pagos previstos para la investigación y desarrollo (I+D), y el marketing son difíciles de estimar, los contables normalmente eluden el problema obligando a la compañía a registrar el gasto total como coste operativo en el año en que se origina. Así, aunque es posible que los desembolsos en investigación efectuados en un año concreto hayan producido grandes avances técnicos que beneficiarán a la compañía durante décadas, todos los costes deben aparecer en la cuenta de resultados del año en que se generaron. La exigencia de que las compañías carguen todos los gastos en investigación y marketing cuando se incurre en ellos infravalora la rentabilidad de las compañías de alta tecnología y las que utilizan el marketing de forma intensiva, dificultando la comparación de las compañías americanas con las de otros países que tratan con mayor liberalidad estos gastos.

### Estado de origen y aplicación de fondos

Dos cuestiones básicas pero de gran valor que es preciso saber de una compañía son dónde consigue su caja y dónde la gastará. En un primer momento, podría parecer que la cuenta de resultados responderá a estas cuestiones, dado que registra flujos de recursos a lo largo del tiempo. Pero una mayor reflexión le convencerá de que la cuenta de resultados resulta deficiente en dos aspectos. Incluye periodificaciones que no son flujos de caja, y únicamente recoge flujos de caja asociados a las ventas de bienes y servicios realizadas durante el ejercicio. Muchos otros ingresos y desembolsos de caja no aparecen en la cuenta de resultados. Así, Ametek aumentó su inversión en cuentas a cobrar en más de 40 millones \$ en 2001 (Cuadro 1.1) con un rastro escaso o nulo de esta acumulación en su cuenta de resultados. Además, Ametek redujo el impuesto de sociedades pagadero en 10,1 millones \$ con poco o ningún efecto sobre su cuenta de resultados.

Para obtener una imagen más precisa de dónde consiguió el dinero una compañía y en qué lo gastó, necesitamos observar con más atención el balance o, más concretamente, dos balances. Utilice el siguiente procedimiento de dos pasos. En primer lugar, coloque dos balances correspondientes a fechas diferentes uno junto a otro, y anote todos los cambios que se han producido en las cuentas durante el periodo. Los cambios experimentados por Ametek en 2001 aparecen en la columna que se encuentra más a la derecha en el Cuadro 1.1. En segundo lugar, agrupe los cambios entre aquellos que generaron caja y los que consumieron caja. El resultado es un *estado de origen y aplicación de fondos*.

He aquí las directrices para distinguir entre un origen y una aplicación de fondos:

- Una compañía genera caja por dos vías: reduciendo un activo o aumentando un pasivo. La venta de equipo utilizado, la liquidación de inventarios y la reducción de cuentas a cobrar son todas reducciones de cuentas de activo y fuentes de caja para la compañía. En el lado del pasivo del balance, un incremento de un crédito bancario y la venta de acciones ordinarias constituyen incrementos del pasivo, que de nuevo generan caja.

- Una *compañía también utiliza caja de dos formas: para aumentar una cuenta de activo o para reducir una cuenta de pasivo*. El aumento del inventario o las cuentas a cobrar y la construcción de una nueva planta aumentan el activo y consumen caja. A la inversa, la devolución de un préstamo bancario, la reducción de cuentas a pagar y una pérdida operativa reducen todas el pasivo y utilizan caja.

Dado que resulta difícil gastar el dinero que no se tiene, el total de las salidas de caja en un ejercicio debe igualar al total de las entradas.

El Cuadro 1.3 presenta el estado de origen y aplicación de fondos de Ametek correspondiente a 2001, que pone de manifiesto que la compañía obtuvo la mayor parte de su caja de prestamistas en forma de aumentos de deuda a largo plazo y efectos a pagar. Una segunda fuente importante de caja o tesorería fue la retención de beneficios generados durante el ejercicio, como evidencia el incremento de los fondos propios. La compañía, a su vez, utilizó esta caja para adquirir otros negocios y para aumentar las cuentas a cobrar y el inventario. Como quedará claro dentro de poco, el incremento del «fondo de comercio, neto de amortización acumulada» es una señal segura de una adquisición. El acusado incremento de los efectos a cobrar y de los inventarios sugiere que Ametek podría estar teniendo dificultades para gestionar estas importantes cuentas de capital circulante. Retomaremos con más detalle esta cuestión en próximos capítulos.

### ¿Cómo puede un incremento de caja ser una utilización de caja?

Una cuestión que podría generar confusión en el Cuadro 1.3 es que el incremento de caja de 2001 aparece como una utilización de caja. ¿Cómo es posible que un incremento de caja sea una utilización de caja? Muy sencillo, es igual que cuando usted deposita dinero en su cuenta corriente: aumenta su saldo bancario pero tiene menos efectivo para gastar. A la inversa, una retirada de su cuenta bancaria reduce su saldo pero aumenta el efectivo disponible en su bolsillo para gastar.

## El enfoque de los dos dedos

Personalmente no dedico mucho tiempo a construir estados de origen y aplicación de fondos. Podría resultar instructivo realizar el ejercicio una o dos veces para que usted se convenza de que las fuentes realmente igualan a los usos. Pero superado este punto, recomiendo utilizar un «análisis de dos dedos». Ponga los dos balances uno al lado del otro y recorra rápidamente con dos dedos las columnas en busca de cambios importantes. Esto le permitirá observar con rapidez que la gran mayoría de la caja de Ametek procedió de prestamistas y de un aumento de los fondos propios mientras que el incremento del fondo de comercio, las cuentas a cobrar y el inventario fueron los principales destinos de la caja. En 30 segundos, o menos, habrá captado la esencia de un análisis de origen y aplicación y podrá pasar a otras actividades más estimulantes. Los otros cambios son en gran medida accesorios, de mayor interés para los contables que para los directivos.

## El estado de flujos de tesorería

La identificación de las principales fuentes y usos de los fondos de una compañía es una habilidad útil en sí misma. Además, constituye un excelente punto de partida para considerar el

**CUADRO 1.3**

Ametek, Inc. Estado de origen y aplicación de fondos, 2001 (millones de \$)

<b>Origen</b>	
Reducción del impuesto de sociedades anticipado	0,4
Aumento de efectos a pagar	39,9
Aumento de la deuda con proveedores	10,1
Aumento de deuda a largo plazo	69,8
Aumento del impuesto de sociedades diferido	0,3
Aumento de otro pasivo a largo plazo	7,4
Aumento de los fondos propios	54,2
<b>Total origen</b>	<b>182,1</b>
<b>Aplicación</b>	
Aumento de caja	7,0
Aumento de valores negociables	0,1
Aumento de cuentas a cobrar	41,5
Aumento de inventarios	23,2
Aumento de otro activo circulante	5,0
Aumento neto de terrenos, edificios, maquinaria e instalaciones	0,5
Aumento de inversión y otros activos	5,6
Aumento del fondo de comercio, neto de amortización acumulada	87,9
Reducción de la deuda a largo plazo adeudada en un año	0,1
Reducción de las cuentas a pagar	0,6
Reducción de los impuestos pagaderos	10,8
<b>Total aplicación</b>	<b>182,3</b>

Es posible que los totales no cuadren debido al redondeo.

estado de flujos de tesorería, el tercer gran componente de los estados financieros junto con la cuenta de resultados y el balance.

En esencia, un estado de flujos de tesorería se limita a ampliar y reorganizar el estado de origen y aplicación de fondos, situando cada origen y aplicación en una de tres categorías amplias. Las categorías y sus valores para Ametek en 2001 son los siguientes:

<b>Categoría</b>	<b>Origen (o aplicación) de caja (millones \$)</b>
1. Flujos de caja de actividades operativas	56,1 \$
2. Flujos de caja de actividades de inversión	(152,5 \$)
3. Flujos de caja de actividades de financiación	103,3 \$

El principio contable de la partida doble garantiza que la suma de los flujos de caja de las tres categorías sea igual a la variación de los saldos de caja durante el ejercicio.

El Cuadro 1.4 presenta un estado de flujos de tesorería completo de Ametek en 2001. La primera categoría, «flujos de caja de actividades operativas», se podría ver como una reorganización de los estados financieros de Ametek para eliminar los efectos del principio del devengo sobre el beneficio neto. En primer lugar, volvemos a sumar al beneficio neto todos los gastos sin salida de caja, como las amortizaciones, reconociendo que estos gastos no implicaron una salida de caja. A continuación añadimos las variaciones de activos y pasivos circulantes al beneficio neto, reconociendo, por ejemplo, que algunas ventas no aumentaron la tesorería porque los clientes todavía no habían pagado, mientras que otros gastos no redujeron la tesorería porque la compañía todavía no los había desembolsado. Las variaciones en

**CUADRO 1.4**

Ametek, Inc. Estado de flujos de tesorería, 2001 (millones de \$)

<b>Flujos de caja de actividades operativas</b>	
Beneficio neto	66,1
Ajustes para reconciliar el beneficio neto con la tesorería neta resultante de las actividades operativas:	
Amortizaciones	46,5
Impuestos diferidos	3,7
Variación de activos y pasivos (neta de adquisiciones)	
Descenso de las cuentas a cobrar	25,1
Aumento de inventario y otros activos circulantes	(6,1)
Descenso de adeudos, periodificaciones e impuestos sobre la renta de sociedades	(24,4)
Descenso de otros pasivos a largo plazo	(6,5)
Otros	(3,1)
Descenso de titulación de cuentas a cobrar	(45,0)
<b>Caja neta generada por actividades de operativas</b>	<b>56,1</b>
<b>Flujos de caja de actividades de inversión</b>	
Aumento de terrenos, edificios, maquinaria e instalaciones	(29,4)
Compra de negocios	(131,8)
Otros	8,7
<b>Caja neta utilizada en actividades de inversión</b>	<b>(152,5)</b>
<b>Flujos de caja de actividades de financiación</b>	
Variación neta de préstamos a corto plazo	37,7
Incremento neto de préstamos a largo plazo	72,6
Recompra de acciones ordinarias	(11,6)
Pago de dividendos en efectivo	(7,9)
Ingresos de opciones sobre acciones para los directivos y otros	12,5
<b>Caja neta generada por actividades de financiación</b>	<b>103,3</b>
<b>Incremento neto de caja</b>	<b>7,0</b>
Caja al principio de año	7,2
Caja al final del año	14,1

Los totales no cuadran debido al redondeo.

otros activos y pasivos circulantes, como inventarios, aparecen aquí porque el contable, siguiendo el principio de correlación, ignoró estos flujos de caja en el cálculo del beneficio neto. Curiosamente, la caja generada por las operaciones de Ametek fue inferior en 10 millones \$ al beneficio de la compañía. El principal consumidor de caja ignorado en la cuenta de resultados de Ametek fue el ya mencionado incremento drástico de las cuentas a cobrar y de inventarios.

En muchos ejemplos de libros de texto, el estado de flujos de tesorería es una simple reorganización del estado de origen y aplicación de fondos. En las compañías de verdad la situación es siempre más complicada. A este respecto, Ametek ilustra dos complicaciones. Durante 2001, Ametek adquirió tres compañías pequeñas por un coste total de 132 millones \$. Al preparar el balance consolidado de la compañía, los contables añadieron debidamente el valor de los activos individuales de estas compañías, partida a partida, al de Ametek. Sin embargo, como estas incorporaciones no consumieron tesorería más allá de los 132 millones \$ del precio de adquisición recogido bajo la rúbrica «flujo de caja de actividades de inversión», fueron ignoradas en el estado de flujos de tesorería. Esto significa que los datos que aparecen en el estado de flujos de tesorería como «variación de activos y pasivos (neta de adquisiciones)» no



equivalen a la variación de activos calculada a partir de los balances de Ametek y que aparece en el Cuadro 1.1.

El flujo de caja derivado de las actividades operativas de Ametek contiene también una entrada misteriosa titulada «descenso en las cuentas a cobrar titulizadas». He aquí lo que sucedió. Hasta abril de 2001, Ametek, al igual que tantas otras compañías, titulizó muchas de sus cuentas a cobrar. En efecto, entregaron estas cuentas a cobrar como garantía de préstamos, de tal forma que ni las cuentas a cobrar ni los préstamos aparecían en los estados financieros de la compañía. La titulización de cuentas a cobrar es un ejemplo relativamente inocuo de la práctica tan criticada de financiación fuera de balance, una familia de técnicas financieras que permiten a las compañías ocultar a los inversores la verdadera magnitud de su endeudamiento. En abril, el equipo gestor dio un giro e introdujo de nuevo en el balance las cuentas a cobrar titulizadas y la deuda correspondiente. El resultado fue un aumento de 45 millones \$ en las cuentas a cobrar y otro de igual magnitud en el «incremento neto de préstamos a largo plazo». El equipo gestor podría haber enterrado esta variación entre otras cuentas, pero prefirió destacarla en una partida separada, «descenso de las cuentas a cobrar titulizadas», en aras de una publicidad más completa.

Es posible obtener gran parte de la información contenida en un estado de flujos de tesorería mediante el cuidadoso estudio de la cuenta de resultados y del balance de una empresa. Sin embargo, el estado de flujos de tesorería tiene tres virtudes fundamentales. En primer lugar, los neófitos en contabilidad y aquellos que no se fían de la contabilidad basada en el principio del devengo tienen al menos cierta esperanza de entenderla. En segundo lugar, dicho documento proporciona más información precisa sobre ciertas actividades, como la titulización, de la que es posible inferir exclusivamente de las cuentas de resultados y de los balances. En tercer lugar, arroja una grata luz sobre la cuestión de la solvencia de una compañía, al destacar hasta qué punto las operaciones están generando o consumiendo caja.

### ¿Qué es el flujo de caja?

Hoy en día existen tantas definiciones contradictorias del flujo de caja que el término prácticamente casi ha perdido todo sentido. A un cierto nivel, el flujo de caja es muy simple. Es el movimiento de dinero que entra y sale de una cuenta de caja durante un periodo de tiempo. El problema se plantea al tratar de ser más específico. He aquí cuatro tipos de flujos de caja que es posible encontrar.

**Flujo de caja neto** = beneficio neto + partidas sin movimiento de caja

Muy conocido en los círculos de inversión como beneficio de caja, el flujo de caja neto pretende medir la caja que genera un negocio, y no el beneficio — un objetivo loable. Aplicando la fórmula a los datos de Ametek correspondientes a 2001 (Cuadro 1.4), el flujo de caja neto fue 116,3 millones \$, igual al beneficio neto más las amortizaciones, y el impuesto de sociedades diferido.

Un problema que plantea el flujo de caja neto como medida de la generación de caja es que implícitamente supone que los activos y pasivos circulantes de un negocio o bien no están relacionados con las operaciones o bien no cambian con el tiempo. En el caso de Ametek, el estado de flujos de tesorería revela que las variaciones de ciertos activos y pasivos circulantes consumieron aproximadamente 60 millones \$ en caja ( $60\$ = 116,3\$ - 56,1\$$ ). En consecuencia, una medida más global de la generación de tesorería es el flujo de caja de las actividades operativas según aparece en el estado de flujos de tesorería.



**Flujo de caja de las actividades operativas** = Flujo de caja neto + variaciones en activos y pasivos circulantes

Una tercera medida todavía más amplia del flujo de caja, popular entre los especialistas en finanzas es

**El flujo de caja libre** = caja total disponible para su distribución a propietarios y acreedores tras financiar todas las actividades de inversión creadoras de valor.

El flujo de caja libre amplía el flujo de caja de las actividades operativas al reconocer que parte de la tesorería que un negocio genera debe volver al negocio, en forma de inversión, para respaldar el crecimiento. Obviando algunos detalles técnicos, el flujo de caja libre es esencialmente el flujo de caja de las actividades operativas menos la inversión en capital. Como veremos en el Capítulo 9, el flujo de caja libre es un determinante fundamental del valor de un negocio. De hecho, se puede afirmar que el medio principal con que cuenta una compañía para crear valor para sus propietarios es aumentar el flujo de caja libre.

No obstante, otro flujo de caja ampliamente utilizado es

**El flujo de caja descontado** = una suma de dinero hoy que tiene el mismo valor que una corriente futura de cobros y pagos

El flujo de caja descontado hace referencia a una familia de técnicas para el análisis de oportunidades de inversión que tienen en cuenta el valor temporal del dinero. Un enfoque estándar para valorar inversiones y negocios utiliza técnicas de flujos de caja descontados para calcular el valor actual de los flujos de caja libres proyectados. Este es el tema central de los tres últimos capítulos de este libro.

Mi consejo al barajar las expresiones del flujo de caja es que, o bien las utilice en sentido amplio para referirse a un movimiento general de caja, o que defina con cuidado sus términos.

## Estados financieros y el problema del valor

Llegados a este punto, hemos revisado lo esencial de los estados financieros y hemos abordado la distinción entre beneficio y flujo de caja. Éste es un comienzo valioso, pero si queremos utilizar los estados financieros para tomar decisiones empresariales informadas, tenemos que ir más lejos. Debemos comprender hasta qué punto los datos contables reflejan la realidad económica. Cuando el contable nos dice que los activos totales de Ametek valían 1.030 millones \$ a 31 de diciembre de 2001, ¿esto es literalmente cierto, o se trata simplemente de una artificial construcción contable? Para adquirir un poco de perspectiva sobre esta cuestión, y anticipándonos a discusiones posteriores, deseo concluir con el examen de un problema recurrente en el uso de información contable para la toma de decisiones financieras.

### Valor de mercado frente a valor contable

Parte de lo que denominaré el problema del valor se refiere a la distinción entre el valor de mercado y el valor contable de los fondos propios. De conformidad con el balance de Ametek en 2001, el valor de los fondos propios es 335,1 millones de dólares. Esto se conoce como el valor contable del capital de Ametek. Sin embargo, Ametek no vale 335,1 millones \$ para sus accionistas o para cualquier otra persona. El motivo es doble. Por un lado, los esta-

dos financieros se basan en transacciones. Si una compañía compró un activo por un millón de dólares en 1950, esta transacción proporciona una medida objetiva del valor del activo, que es utilizada por el experto contable para valorar el activo en el balance de la compañía. Desgraciadamente, se trata de un valor que se remonta a 1950 y es posible que no tenga mucha relevancia en la actualidad. Para complicar aún más las cosas, el contable trata de reflejar el deterioro gradual que sufre un activo con el paso del tiempo sustrayendo periódicamente la depreciación de su valor en el balance. Esta práctica tiene su sentido, pero la depreciación es la única modificación del valor que un contable americano reconoce. El activo adquirido por un millón de dólares en 1950 podría estar obsoleto desde el punto de vista tecnológico y, por ello, tener un valor prácticamente nulo en la actualidad; o, debido a la inflación, podría tener un valor muy superior a su precio original de compra. Esto sucede, en particular, en el caso del suelo, cuyo valor puede superar varias veces su coste original.

Resulta tentador sugerir que los contables deberían olvidarse de los costes originales de los activos a largo plazo y ofrecer valores actuales más significativos. El problema es que no es posible determinar de forma objetiva el valor actual de muchos activos. Ante la necesidad de elegir entre valores actuales relevantes pero subjetivos y costes históricos irrelevantes pero objetivos, los contables optan por los costes históricos irrelevantes, de esta forma prefieren equivocarse con precisión que acertar vagamente. Esto significa que es responsabilidad del usuario la realización de los ajustes que considere apropiados sobre el valor histórico del activo.

Incitados por la *Securities and Exchange Commission* (Comisión del Mercado de Valores Americano), el *Financial Accounting Standards Board* (Consejo de Normas Financieras de Contabilidad), principal órgano legislativo contable, ha empezado a exigir que algunos activos y pasivos aparezcan en los estados financieros a su valor de mercado y no a su coste histórico. Esta política de «ajuste al mercado» se aplica a todos los activos y pasivos que se negocian activamente en los mercados, incluyendo muchas acciones ordinarias y bonos. Muchas compañías han acogido este cambio con protestas enérgicas, preocupadas por la posibilidad de que aumente la volatilidad aparente de los beneficios y, lo que resulta aún más amenazador, ponga de relieve que algunas empresas en realidad valían menos de lo que sus estados financieros basados en costes históricos sugerían. La apariencia de estabilidad apacible parece ser más atractiva que la insinuación de una realidad inquietante.

Para entender el segundo motivo, más fundamental, por el que Ametek no vale 335,1 millones \$, hay que recordar que los inversores en renta variable compran acciones por la renta futura que esperan recibir, no por el valor de los activos de la compañía. De hecho, si todo va según lo previsto, la mayor parte de los activos de una compañía se consumirán en la generación de beneficio futuro. El problema con la medida de los fondos propios que realiza el contable es que guarda escasa relación con el beneficio futuro por dos motivos. En primer lugar, como las cifras del contable son retrospectivas y se basan en los costes, a menudo proporcionan pocas pistas sobre el beneficio que pueden generar los activos de una compañía. En segundo lugar, las compañías normalmente tienen muchos activos y pasivos que no aparecen en sus balances pero que, no obstante, afectan al beneficio futuro. Algunos ejemplos son: patentes y marcas comerciales, clientes leales, listados de direcciones de correo de probada eficacia, una tecnología superior, y, por supuesto, una gestión mejor. Se dice que en muchas compañías, el activo más valioso por la tarde se va a su casa con su familia. Entre los pasivos no contabilizados se encuentran, por ejemplo, los pleitos pendientes, una gestión inferior y procesos de producción obsoletos. La incapacidad del contable para medir activos y pasivos como éstos significa que el valor contable o en libros es habitualmente una medida muy inexacta del valor percibido por los accionistas.

Calcular el valor de mercado de los fondos propios es una tarea sencilla cuando las acciones de una compañía cotizan en bolsa: simplemente se multiplica el número de acciones or-

dinarias en circulación por la cotización de la acción. El 31 de diciembre de 2001, las acciones ordinarias de Ametek cerraron a 31,89 \$ por acción en la Bolsa de Nueva York. Con 32,816 millones de acciones en circulación, esto proporciona un valor de 1.046,5 millones \$, o más de tres veces el valor contable (1.046,5 millones \$/335,1 millones \$). Esta cifra de 1.046,5 millones \$ es el valor de mercado de los fondos propios de Ametek.

El Cuadro 1.5 presenta los valores de mercado y contables de los fondos propios de 15 compañías representativas y demuestra con nitidez que el valor contable es una referencia pobre del valor de mercado.

### **Fondo de comercio**

Hay un ejemplo en el que activos inmateriales, como las marcas comerciales y las patentes, consiguen su lugar en el balance. Esto sucede cuando una compañía compra otra a un precio superior al valor contable. Supongamos que la compañía compradora paga 100 millones \$ por una empresa objetivo cuyos activos tienen un valor contable de sólo 40 millones \$ y un valor de reposición de sólo 60 millones \$. Al registrar la transacción, el contable asignará 60 millones \$ del precio de adquisición al valor de los activos y los otros 40 millones \$ a un nuevo activo generalmente conocido como «fondo de comercio»<sup>5</sup>. La compañía compradora pagó una prima considerable sobre el valor razonable de los activos registrados de la compañía objetivo porque asigna un valor elevado a sus activos no contabilizados, o inmateriales. Pero mientras la adquisición no genere un papel con la anotación de 100 millones \$ el contable no estará dispuesto a reconocer este valor.

### **CUADRO 1.5**

El valor contable de los fondos propios es un sustituto pobre del valor de mercado de los fondos propios, 31 de diciembre de 2001

Compañía	Valor de los fondos propios (millones \$)		Ratio valor de mercado sobre valor contable
	contable	mercado	
ACE Cash Express, Inc.	55	94	1,7
Aetna, Inc.	9.890	4.759	0,5
Affymetric, Inc.	129	2.190	17,0
Ametek, Inc.	335	1.047	3,1
American Airlines	5.373	3.445	0,6
AOL/Time-Warner, Inc.	152.071	142.177	0,9
Coca-Cola Co.	11.336	117.226	10,3
General Motors Corp.	19.707	27.170	1,4
Hewlett-Packard Co.	13.953	39.827	2,9
Home Depot, Inc.	15.004	106.167	7,1
Intel Corp.	35.830	210.401	5,9
IBM	23.614	208.438	8,8
JCPenney	5.860	2.860	0,5
Qwest Communications	36.655	23.506	0,6
Yahoo!, Inc.	1.967	10.210	5,2

<sup>5</sup> Hasta 2001, las autoridades contables exigían a las compañías la amortización de este fondo de comercio como un gasto sin salida de caja contra el beneficio de varios años. Ahora el fondo de comercio no precisa ser amortizado a menos que haya evidencia objetiva de que su valor de mercado ha descendido. Y en estos momentos, muchas compañías se están preparando para amortizar fondo de comercio creado en adquisiciones recientes de empresas de Internet.

## Beneficio económico frente a beneficio contable

Una segunda dimensión del problema del valor tiene sus raíces en la distinción que el contable hace del beneficio *realizado* y *no realizado*. Para cualquiera que no haya estudiado demasiada contabilidad, el beneficio es lo que usted podría gastar durante el periodo y encontrarse al final en la misma situación que tenía al principio. Si los activos de Mary Siegler, netos de deudas, valen 100.000 \$ al comenzar el año y aumentan hasta 120.000 \$ al final, y si recibe y gasta 70.000 \$ en salarios durante el año, la mayoría de nosotros diría que su beneficio fue de 90.000 \$ (70.000 \$ en salarios + 20.000 \$ del incremento del activo neto) pero el contable no. Él diría que el beneficio de Mary fue sólo de 70.000 \$. El incremento de 20.000 \$ en el valor de mercado de los activos no se consideraría beneficios porque la ganancia no se *realizó* con la venta de los activos. Dado que el valor de mercado de los activos podría fluctuar en cualquier dirección antes de su venta, la ganancia es sólo *sobre el papel*, y los contables generalmente no reconocen ganancias o pérdidas sobre el papel. Consideran que la *realización* proporciona la evidencia objetiva necesaria para registrar la ganancia, a pesar del hecho de que Mary está igual de satisfecha con la ganancia latente en sus activos que con otros 20.000 \$ en salarios.

Es fácil criticar el conservadurismo de los contables a la hora de medir el beneficio. Ciertamente, es de sentido común que el importe que Mary podría gastar, ignorando la inflación, y seguir en la misma situación con que inició el año es de 90.000 \$, no los 70.000 \$ del contable. Además, si Mary vendiera sus activos por 120.000 \$ e inmediatamente los volviera a comprar por el mismo precio, la ganancia de 20.000 \$ se materializaría y, a los ojos del contable, pasaría a formar parte del beneficio. El hecho de que el beneficio dependa de una transacción artificial como ésta es suficiente para desconfiar de la definición del contable.

Sin embargo, hay que señalar dos aspectos en defensa del contable. En primer lugar, si Mary conserva sus activos durante varios años antes de venderlos, la plusvalía o minusvalía que el contable reconoció el día de la venta será exactamente igual a la suma de plusvalías y minusvalías anuales que nosotros, que no somos contables, reconoceríamos. Por lo tanto, la cuestión aquí realmente no es el beneficio total, sino simplemente el momento de su reconocimiento. En segundo lugar, resulta extremadamente difícil medir la variación periódica del valor de muchos activos a menos que se negocien activamente. En consecuencia, si un contable quisiera incluir plusvalías o minusvalías «sobre el papel», se encontraría con serias dificultades para hacerlo. En el ámbito corporativo, esto significa que el contable a menudo debe contentarse con medir el beneficio realizado en lugar del económico.

### Costes imputados

Existe un problema similar pero más sutil en el lado de los costes de la cuenta de resultados. Se trata del coste de los fondos propios. Los auditores de Ametek reconocen que en 2001 la compañía había utilizado 335,1 millones \$ del dinero de los accionistas, medido al valor contable. También reconocerían que Ametek no podría haber operado sin este dinero y que estos fondos no son gratuitos. Del mismo modo que los acreedores obtienen intereses por los préstamos concedidos, los inversores en acciones esperan una rentabilidad de sus aportaciones. Sin embargo, si observa de nuevo la cuenta de resultados de Ametek (Cuadro 1.2), no encontrará mención alguna del coste de estos fondos propios; el gasto en intereses sí aparece, pero no un coste comparable de los fondos propios.

Pese a reconocer que los fondos propios tienen un coste, el contable no lo recoge en la cuenta de resultados porque el coste debe ser imputado, es decir, estimado. Como no hay un papel que determine la cantidad de dinero que Ametek está obligado a pagar a sus accionistas, el contable se niega a reconocer cualquier coste de los fondos propios. Una vez más, el contable prefiere equivocarse con fiabilidad que realizar una estimación potencialmente ine-

xacta. El resultado ha sido una seria confusión entre los observadores menos entendidos y continuos problemas de «imagen» para las corporaciones.

A continuación presentamos la parte final de la cuenta de resultados de Ametek correspondiente a 2001 tal y como la preparó su contable y como la habría preparado un economista. Obsérvese que mientras el contable muestra unos beneficios de 66,1 millones \$, el economista recoge un beneficio de sólo 27,2 millones \$. Estos datos difieren porque el economista incluye un cargo de 33,5 millones \$ como coste de los fondos propios, mientras que el contable finge que dichos fondos son gratuitos. En el Capítulo 8 consideraremos distintas fórmulas para calcular el coste de los fondos propios de una compañía. Aquí he supuesto un coste anual de los fondos propios del 10% y lo he aplicado al valor contable de los fondos propios de Ametek (33,5 millones \$ = 10% × 335,1 millones \$).

	Contable	Economista
Beneficio operativo	109,6	109,6
Intereses	27,9	27,9
Otros gastos no operativos	2,7	2,7
<b>Coste de los fondos propios</b>		<b>33,5</b>
Beneficio antes de impuestos	84,4	45,5
Provisiones para impuestos	18,3	18,3
Beneficio contable	<u>66,1</u>	
Beneficio económico		<u>27,2</u>

La distinción entre beneficio contable y beneficio económico no dejaría de ser una curiosidad si todo el mundo entendiera que unos beneficios contables positivos no son necesariamente una señal de un comportamiento superior o incluso encomiable. Pero cuando muchos sindicatos y políticos ven en los beneficios contables la evidencia de que una compañía puede permitirse salarios más elevados, impuestos más altos o regulaciones más onerosas, y cuando la mayoría de los directivos encuentran en dichos beneficios una justificación para distribuir generosas pagas ligadas a resultados, la distinción puede revestir gran importancia. Recuerde, por tanto, que el derecho de los inversores en renta variable a esperar una rentabilidad competitiva de su aportación es tan legítimo como el derecho de un acreedor a percibir un interés y el de los trabajadores a cobrar un sueldo. Todos aportan voluntariamente recursos escasos, y en todos los casos está justificado el deseo de una compensación. Recuerde también que una compañía no está en el punto de equilibrio a menos que su beneficio económico sea cero o mayor. Según este criterio, Ametek tuvo un ejercicio bueno pero no fantástico en 2001. Tras una mirada más atenta, encontrará que muchas compañías que publican beneficios aparentemente elevados en realidad se están comportando como torpes domingueros cuando se incluye el coste de los fondos propios.

Analizaremos con más detalle la diferencia entre beneficio contable y económico en el Capítulo 8 bajo la rúbrica de valor añadido económico, o EVA. En los últimos años, el EVA se ha convertido en una referencia popular para valorar el comportamiento de una compañía y de su equipo gestor.

En resumen, los interesados en el análisis financiero con el tiempo desarrollamos una relación de amor-odio con los contables. El problema del valor significa que los estados financieros típicamente ofrecen información distorsionada sobre los beneficios y el valor de mercado de una compañía, lo que con frecuencia limita su aplicabilidad en muchas decisiones empresariales importantes. No obstante, los estados financieros a menudo proporcionan la mejor información disponible, y si tenemos presentes sus limitaciones, pueden constituir un punto de partida útil para el análisis. En el próximo capítulo, consideramos la utilización de los datos contables para evaluar el comportamiento financiero.

## RESUMEN

1. Este capítulo revisó los principios contables que rigen los estados financieros y la utilización de información contable en la toma de decisiones financieras.
2. Dos temas recurrentes a lo largo del capítulo fueron que la definición y medición de los beneficios es una tarea compleja y que la rentabilidad por sí sola no garantiza el éxito, o siquiera la supervivencia.
3. Las finanzas de una compañía y sus operaciones empresariales están totalmente relacionadas. Estudiamos los estados financieros de una compañía porque son una ventana a sus operaciones.
4. El beneficio no es el flujo de caja. El buen directivo se fija en ambos.
5. Un balance es una fotografía de los activos y pasivos de una compañía en un momento dado. Una cuenta de resultados registra ventas, gastos asociados y beneficios a lo largo de un periodo de tiempo.
6. La cuenta de resultados y el balance descansan en el principio del devengo. En consecuencia, ingresos y gastos no son sinónimos de entradas y salidas de caja.
7. Un estado de flujos de tesorería elimina los efectos de la contabilidad basada en el principio de devengo para presentar los ingresos y desembolsos de caja de una compañía durante el ejercicio.
8. El estado de origen y aplicación de fondos puede verse como el estado de los flujos de tesorería de un «pobre». Para crear uno se precisan dos pasos: calcular las variaciones en el balance a lo largo de un periodo contable y separarlas entre orígenes y aplicaciones.
9. Dado que los estados financieros se basan en transacciones, deben ser utilizados con cautela en la toma de decisiones financieras. En particular, los valores contables del activo generalmente difieren de los valores económicos porque los valores contables están ligados a los costes históricos. Además, el beneficio contable habitualmente difiere del beneficio económico porque los contables no están dispuestos a reconocer plusvalías o minusvalías latentes y porque a menudo ignoran los costes imputados.

## FUENTES ADICIONALES

Anthony, Robert N., y Leslie P. Breitner. *Core Concepts of Accounting*. 8.<sup>a</sup> ed. Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall, 2003, 192 páginas.

El autor principal es un distinguido profesor emérito de Harvard. Una estupenda forma de revisar o captar por uno mismo lo esencial de la contabilidad. A la venta en edición de pasta blanda.

Downes, John; Elliot Goodman; y Jordan Elliot Goodman. *Dictionary of Finance and Investment Terms*. 5.<sup>a</sup> ed. Nueva York: Barron's Educational Services, Inc., 1998. 730 páginas.

Más de 3.500 términos claramente definidos. A la venta en edición de pasta blanda, unos 12 \$.

Horngren, Charles T.; Gary L. Sundem; y John A. Elliott. *Introduction to Financial Accounting*. 8.<sup>a</sup> ed. Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall, 2002. 648 páginas.

Un texto universitario que es material de alto octanaje y un best-seller. Todo lo que siempre quiso saber sobre el tema y más. 108 \$.

Tracy, John A. *How to Read a Financial Report: Wringing Vital Signs Out of the Numbers*. 5.<sup>a</sup> ed. Nueva York: John Wiley & Sons, 1999. 193 páginas.

Una mirada entretenida y accesible a los aspectos prácticos del análisis de los estados financieros. A la venta en edición de pasta blanda, unos 15 \$.

Welton, Ralph E.; y George T. Friedlob. *Keys to Reading an Annual Report*. 3.<sup>a</sup> ed. Nueva York: Barron's Educational Services, Inc., 2001. 193 páginas.

Una guía práctica y seria para entender los estados financieros. Unos 8 \$.

## PÁGINAS WEB

**[www.nationalpress.org/html/programs/financestatement.htm](http://www.nationalpress.org/html/programs/financestatement.htm)**

Desde aquí puede descargar una copia gratuita del clásico de Merrill Lynch «How to Read a Financial Report» en fichero PDF.

**[www.duke.edu/~charvey/Courses/wpg/glossary.htm](http://www.duke.edu/~charvey/Courses/wpg/glossary.htm)**

Glosario de finanzas del profesor Campbell Harvey de Duke con más de 7.200 términos definidos y más de 18.000 referencias cruzadas.

**[www.edgarscan.pwcglobal.com](http://www.edgarscan.pwcglobal.com)**

Edgar, una página de la Securities and Exchange Commission, contiene prácticamente todos los datos de compañías públicas de Estados Unidos. Es un tesoro de información financiera, que incluye informes anuales y trimestrales. La citada web ofrece un acceso sencillo a Edgar, incluyendo la descarga directa en una hoja de cálculo e hipervínculos con partes específicas de los datos de la SEC. Yo la utilizo con frecuencia.

## PROBLEMAS

Las respuestas a los problemas impares se encuentran al final del libro.

1. ¿Por qué cree que los estados financieros se construyen sobre el principio de devengo y no utilizando un criterio de caja cuando la contabilidad de caja es mucho más fácil de entender?
2. ¿Qué significa que el flujo de caja operativo sea negativo en el estado de flujos de tesorería de una compañía? ¿Es algo malo? ¿Es peligroso?
3. a. ¿Una empresa es mejor o peor cuando el valor de mercado de sus deudas cae 10 millones \$? ¿Por qué?  
b. Si tuviera una compañía en propiedad, ¿preferiría que el valor de mercado de sus activos aumentara 10 millones \$ o que el valor de mercado de sus deudas cayera 10 millones \$? ¿Por qué?

4. Explique brevemente cómo afectarían al balance de la compañía cada una de las siguientes transacciones. (Recuerde, los activos deben igualar a las deudas más los fondos propios antes y después de la transacción.)
  - a. Compra de un nuevo edificio por 10 millones \$, financiado en un 20% con efectivo y en un 80% con un préstamo bancario.
  - b. Compra de un nuevo edificio por 10 millones \$ en efectivo.
  - c. Pago de 10.000 \$ a acreedores comerciales.
  - d. Venta de 100.000 \$ de mercaderías en efectivo.
  - e. Venta de 100.000 \$ de mercaderías a crédito.
5. Suponga que Dave's Hardware adquiere Builders Lumber Supply por 1 millón \$. El valor contable de Builders Lumber es 400.000 \$. ¿Cómo afectará la adquisición al balance de Dave's Hardware, si Dave utiliza el método contable en la adquisición?
6. El Cuadro 3.1 del Capítulo 3 presenta los estados financieros de R&E Supplies, Inc., correspondientes al periodo 1999-2002.
  - a. Construya un estado de origen y aplicación de fondos de la compañía para este periodo (un estado para los tres años).
  - b. ¿Qué información le proporciona el estado de origen y aplicación de fondos sobre la posición financiera de R&E Supplies?
7. Usted es responsable de las relaciones laborales de su compañía: en medio de acaloradas negociaciones, el secretario general de su sindicato mayoritario exclama: «Mire, esta compañía tiene 10.000 millones \$ en activos, 5.000 millones \$ en fondos propios y obtuvo un beneficio de 200 millones \$ el año pasado —debido en gran medida, debo añadir, al esfuerzo de los trabajadores. No me diga entonces que no puede permitirse atender nuestras demandas salariales». ¿Cómo respondería?
8. Usted gestiona una compañía de inversión en activos inmobiliarios. Hace un año la compañía compró 10 parcelas de terrenos distribuidos entre la comunidad por 1 millón \$ cada una. Una valoración reciente de las propiedades indica que cinco de las parcelas ahora valen 800.000 \$ cada una, mientras que las otras cinco valen 1,6 millones \$ cada una.
  - a. Ignorando cualquier beneficio recibido de las propiedades y todos los impuestos pagados durante el ejercicio, calcule los beneficios contables y los beneficios económicos de la compañía de inversión en cada uno de los siguientes casos:
  - b. La compañía vende todas las propiedades a sus valores de tasación actuales.
  - c. La compañía no vende ninguna de sus propiedades.
  - d. La compañía vende las propiedades que han perdido valor y conserva el resto.
  - e. La compañía vende las propiedades que han ganado valor y mantiene el resto.
  - f. Al volver de un seminario sobre gestión inmobiliaria, un empleado recomienda a la compañía que adopte una política de vender siempre al final de año las propiedades que han ganado valor desde el momento de su compra y conservar siempre las que han perdido valor. El empleado explica que con dicha política la compañía nunca tendrá pérdidas en sus actividades de inversión inmobiliaria. ¿Está de acuerdo con el empleado? ¿Por qué?
9. En la actualidad, Martha actúa en una compañía de ballet que le paga un salario de 30.000 \$ al año. Está considerando la posibilidad de retirarse como bailarina y abrir su propia compañía de danza. Estima que los ingresos anuales de la compañía serán 95.000 \$ y los gastos operativos totales serán 75.000 \$. Un contable, amigo de Martha, le aconseja que ponga en marcha su propia compañía porque va a ser rentable. ¿Está usted de acuerdo con el contable? ¿Por qué?



10. A continuación recogemos cierta información sobre Sam 'n Ella's Chicken Delight, una cadena de nuevos restaurantes de comida picante.

	Millones (\$)	
	2002	2003
Ventas netas	104	156
Coste de ventas	60	82
Amortización	20	24
Beneficio neto	10	16
Inventario de productos terminados	12	10
Cuentas a cobrar	20	30
Cuentas a pagar	12	18
Activo fijo neto	160	168

- ¿Cuál fue la caja recaudada en las ventas de Sam 'n Ella's Chicken Delight durante 2003?
  - ¿Cuál fue el coste de los bienes producidos por la compañía durante 2003?
  - Suponiendo que la compañía ni vendió ni rescató ningún activo a lo largo del año, ¿cuál fue la inversión real durante 2003?
11. A continuación presentamos un resumen de los estados de flujos de tesorería para tres compañías de un tamaño similar

	Millones (\$)		
	A	B	C
Flujo de caja operativo neto	(300)	(300)	300
Caja neta utilizada en actividades de inversión	(900)	(30)	(90)
Caja neta de actividades financieras	1.200	210	(240)
Saldo de caja al principio del año	150	150	150

- Calcule el balance de caja de cada compañía a final de año.
  - Explique cuál podría ser la causa de que la caja neta de las actividades de financiación de la compañía C sea negativa.
  - Observando las compañías A y B, ¿de cuál de ellas preferiría ser propietario? ¿Por qué?
  - ¿Es motivo de preocupación el estado de flujos de tesorería de la compañía C para los directivos y los accionistas de C? ¿Por qué?
12. Los fondos propios de Albot, Inc., tienen un valor de mercado de 1 millón \$ con 100.000 acciones en circulación. El valor contable de sus fondos propios es de 365.000 \$.
- ¿Cuál es la cotización de las acciones de Albot? ¿Cuál es el valor contable por acción?
  - Si la compañía recompra el 20% de sus acciones en el mercado bursátil a su cotización actual, ¿cómo afectará esto al valor contable de los fondos propios si todo lo demás no varía?
  - Si no hay impuestos o costes de transacción, y los inversores no perciben ningún cambio en las actividades de la compañía, ¿cuál debería ser el valor de los fondos propios de la compañía tras la recompra?
13. Utilice la página web Standard & Poor's Insight ([www.mhhe.com/edumarketinsight](http://www.mhhe.com/edumarketinsight)) para este problema. Yahoo!, Inc., publicó una pérdida de 92,8 millones \$ en 2001.
- ¿Esto significa necesariamente que las actividades operativas de la compañía consumieron caja en 2001? Explíquelo.

- b. Observando el estado anual de flujos de tesorería de la compañía en 2001, ¿cree que las actividades operativas de la compañía consumieron o generaron caja? ¿En qué cuantía?
  - c. ¿Cuál fue la mayor fuente *operativa* de caja individual de Yahoo! en 2001? Explique cómo esto podría ser una fuente de caja.
14. a. Utilice la página web Standard & Poor's Insight ([www.mhhe.com/edumarketinsight](http://www.mhhe.com/edumarketinsight)) para este problema. ¿Cuál era el ratio del valor de mercado de los fondos propios sobre el valor contable de los fondos propios para eBay, Inc., al final de 2001? (dentro de las herramientas Excel Analytics de la izquierda de la pantalla, consulte «Valuation Data, Profitability»).
- a. ¿Qué tasa de crecimiento de las ventas consiguió eBay en 2000 y 2001? (De las herramientas Excel Analytics, consulte Annual Income Statements y seleccione el % de variación en la hoja de cálculo).
  - b. ¿Es posible que el elevado ratio del valor de mercado sobre el valor contable de eBay se deba a su tasa de crecimiento? Explique por qué.