

Método de cálculo del FCLO

Jairo Gutiérrez Carmona
gutierrezcarmona@gmail.com

Marzo de 2010

Contenido

1.	PRESENTACION	1
2.	FLUJO DE CAJA LIBRE OPERACIONAL	2
3.	CALCULO DEL FCLO	4
a)	Estados financieros	4
b)	FCLO por el método directo	6
c)	FCLO por el método indirecto.....	7
4.	CONSIDERACIONES DE LOS CALCULOS	8
5.	CONCLUSIONES.....	9
6.	BIBLIOGRAFIA.....	10

1. PRESENTACION

En finanzas existen dos clases de flujos de caja: los que se utilizan para administrar la tesorería y los que se utilizan para evaluar la generación de valor de los negocios.

Los flujos de caja que se utilizan para administrar la tesorería consideran todos los ingresos y egresos de la empresa, sin importar su procedencia o su destino. En ellos se mezclan en los ingresos las ventas de contado con los aportes de los socios, los créditos de tesorería con los créditos para financiar inversiones; mientras en los egresos se confunden los pagos a los empleados y proveedores con la distribución de utilidades y el pago de los créditos al sector financiero. Existe una mezcla de flujos de operación con flujos de financiación que realmente al tesorero no le importa, pues solo quiere saber si contará con suficiente dinero para hacer frente a los desembolsos y cumplir así con los compromisos de la empresa.

Estos flujos son, por lo tanto, una herramienta administrativa que el tesorero utiliza para saber con anticipación las fechas en que tendrá déficit o superávit de efectivo y

así poder tomar medidas anticipándose a la situación. Estos flujos se conocen con muy variados nombres: Flujo de tesorería, Presupuesto de efectivo, Presupuesto de caja, etc. Comúnmente se elaboran con periodicidad anual y se subdividen en periodos mensuales, pero en casos de extrema emergencia pueden encontrarse flujos de tesorería con periodicidad semanal y hasta diaria. No es esta la clase de flujos la que interesa para evaluar la generación de valor.

Los flujos de caja que se utilizan para medir la generación de valor de los negocios consideran únicamente los ingresos y egresos de la operación, interesa saber si después de recibir los ingresos operacionales y pagar los gastos operacionales (empleados, proveedores, publicidad, arrendamientos, etc.), queda efectivo suficiente para pagar a quienes financiaron la empresa¹.

Estos flujos se convierten en una herramienta para que los inversionistas evalúen la gestión pasada de un negocio y sus perspectivas futuras; son la base de los estudios de banca de inversión: valoración de empresas, fusiones, adquisiciones, desinversión, ampliación, rumbos estratégicos, etc. A este clase de flujos pertenecen el **EBITDA** (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization) y el **FCLO** (Flujo de Caja Libre Operacional o Free Cash Flow). Estos flujos normalmente son proyectados y se prestan a las más diversas interpretaciones según el autor que se siga.

2. FLUJO DE CAJA LIBRE OPERACIONAL

El FCLO, aunque tiene variadas interpretaciones, es el flujo que debería utilizarse en la evaluación de negocios, ya que muestra las transacciones en efectivo que la empresa realiza con los inversionistas que la financiaron (en general los aportes y la distribución de utilidades con los socios y los créditos, el abono a capital y el pago de intereses con los aportantes de deuda²). Puede interpretarse desde dos ángulos:

- a) Desde la óptica de los inversionistas el FCLO se refiere al efectivo que en los planes del negocio se espera recibir de los financiadores de la empresa y el efectivo que se espera entregar a los mismos. Esta es la forma **directa** de calcular los flujos de caja, pues basta con tomar estos rubros del presupuesto de tesorería y organizarlos según la persona que se encuentre involucrada: terceros o propietarios, generándose la siguiente igualdad:

¹ Quienes aportan fondos (deuda y capital) pueden verse desde dos ángulos: Desde la óptica de la empresa son financiadores; desde la óptica de ellos mismos son inversionistas

² Fernández (2001), pág. 181

$$\text{FCLO} = \text{FCP} + \text{FCF} \quad (1)$$

Donde: FCLO Flujo de Caja Libre Operacional
 FCP Flujo de Caja de los Propietarios
 FCF Flujo de Caja de la Financiación

La representación tradicional de estos flujos es la siguiente:

(-) Aportes
(+) Distribución de utilidades
FLUJO DE CAJA DE LOS PROPIETARIOS - FCP
(-) Créditos
(+) Abonos a capital
(+) Pago de intereses
(-) Ahorro de impuestos por pago de intereses
FLUJO DE CAJA DE LA FINANCIACION - FCF
FLUJO DE CAJA LIBRE OPERACIONAL - FCLO

- b) Desde la óptica de la empresa el FCLO representa el saldo que queda después de que con el producto de sus operaciones, la empresa ha pagado los gastos de operación, los impuestos y su crecimiento, es decir el efectivo que deja libre la operación³. Esta es la forma **indirecta** o **tradicional** de calcular los flujos de caja, pues se debe depurar el estado de resultados, hasta llegar al saldo buscado, la forma indirecta tiene el siguiente esquema⁴:

³ Es muy importante tener en cuenta que se está hablando solo del efectivo generado por la operación, por lo tanto se debe excluir cualquier efecto que se genere por la deuda. Se refiere principalmente al ahorro de impuestos por pago de intereses; es así como se debe considerar el efectivo generado por la operación de una empresa sin deuda.

⁴ Es el mismo esquema utilizado por García (2003), pág. 121; Damodaran (2002), pág. 250; Copeland (2000), pág. 135. Las diferencias aparecerán más adelante en los detalles de los cálculos.

Utilidad operacional ajustada ⁵
(-) Impuestos ajustados ⁶
UTILIDAD OPERACIONAL DESPUES DE IMPUESTOS - UODI⁷
(+) Depreciación
(+) Amortización
(+) Provisión de cartera
Flujo operativo o flujo bruto
(-) Variación del capital de trabajo
(-) Variación de activos fijos
(-) Desembolso de diferidos
FLUJO DE LIBRE OPERACIONAL - FCLO

3. CALCULO DEL FCLO

Como el saldo que queda después de pagar todos los gastos de operación, los impuestos y el crecimiento, es el que se destina para pagar a los inversionistas que financiaron la empresa, el resultado que se obtenga por el método indirecto debe ser igual al resultado que se obtenga por el método directo, tal como se demostrará en el siguiente ejemplo.

a) Estados financieros

En toda valoración de empresas o evaluación financiera de proyectos se deben proyectar tres estados financieros que servirán de base para los cálculos posteriores: el balance general, el estado de resultados y el flujo de tesorería, por lo tanto en este ejemplo se parte de estos estados financieros⁸:

⁵ Esta utilidad es igual **EBIT** (utilidad antes de impuestos e intereses) y se puede calcular de dos formas a partir de los datos del estado de resultados:

a) De abajo para arriba: Utilidad neta + Impuestos + Intereses

b) De arriba para abajo: Utilidad operacional + otros ingresos – otros egresos (no se debe incluir el gasto financiero)

Este punto de partida está indicando que para medir la generación de valor, excepto los gastos por la financiación de inversiones, todo se considera operacional, supuesto que se vuelve demasiado importante al momento de efectuar los cálculos, tal como se verá más adelante.

⁶ No se refiere a los impuestos causados, sino a los que se generarían sobre los ingresos operacionales (sin restar el gasto financiero). Aquí es donde se aprecia que se está considerando una empresa sin deuda con el fin de no distorsionar los ingresos que produce la operación.

⁷ Es el mismo **NOPAT** (Net Operating Profit After Taxes) o **NOPLAT** (Net Operating Profit Less Adjusted Taxes) o **BAIDI** (Beneficios antes de intereses y después de impuestos)

⁸ Estos estados financieros han sido proyectados detalladamente partiendo de datos básicos de una empresa (precio de venta, cantidad vendida, políticas comerciales, planes financieros, entorno macroeconómico, etc.)

BALANCE GENERAL

Año ==>	0	1	2	3	4	5
ACTIVO						
Disponible	300	715	934	1,141	1,419	1,634
Inversiones temporales	0	0	0	872	2,141	2,689
Clientes (Ctas por cobrar)		1,813	2,475	3,249	3,923	4,531
ACTIVO CORRIENTE	300	2,529	3,409	5,261	7,483	8,854
Activo fijo bruto	6,500	8,263	8,486	8,778	10,281	10,689
Depreciación acumulada		(850)	(1,930)	(3,041)	(4,191)	(5,546)
Activo diferido	600	400	200	300	200	100
ACTIVO NO CORRIENTE	7,100	7,813	6,756	6,038	6,290	5,244
TOTAL ACTIVO	7,400	10,342	10,165	11,299	13,773	14,098
PASIVO Y PATRIMONIO						
Credito de tesorería	0	1,339	995	0	0	0
Obligaciones financieras CP	562	724	877	1,062	409	469
Proveedores (Ctas por pagar)		952	1,238	1,584	1,863	2,152
Impuestos por pagar		0	212	902	1,493	1,795
PASIVO CORRIENTE	562	3,015	3,321	3,548	3,765	4,416
Obligaciones financieras LP	4,938	5,214	4,337	3,275	3,866	3,397
TOTAL PASIVO	5,500	8,229	7,658	6,823	7,631	7,813
Capital	1,900	2,500	2,500	2,800	2,950	2,950
Utilidades del ejercicio		(387)	394	1,675	2,773	3,334
Utilidades retenidas		0	(387)	2	419	0
TOTAL PATRIMONIO	1,900	2,113	2,507	4,477	6,142	6,284
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	7,400	10,342	10,165	11,299	13,773	14,098

ESTADO DE RESULTADOS

AÑO ==>	1	2	3	4	5
Ventas	13,600	18,564	24,365	29,421	33,981
Costo de ventas	5,712	7,426	9,502	11,180	12,913
UTILIDAD BRUTA EN VENTAS	7,888	11,138	14,863	18,241	21,068
Gastos de administración	2,720	3,527	4,386	5,296	6,117
Gastos de ventas	3,536	4,548	5,604	6,767	7,816
Amortización diferidos	200	200	200	100	100
Depreciación	850	1,080	1,111	1,151	1,354
TOTAL COSTOS DE ADMON Y VENTAS	7,306	9,355	11,300	13,313	15,387
UTILIDAD OPERACIONAL	582	1,783	3,562	4,928	5,682
Gasto financiero	969	1,026	873	688	616
Otros egresos	0	151	112	0	0
Otros ingresos	0	0	0	26	64
TOTAL OTROS INGRESOS Y EGRESOS	(969)	(1,177)	(986)	(662)	(552)
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS	(387)	606	2,577	4,266	5,129
Provisión impuesto de renta	0	212	902	1,493	1,795
UTILIDAD DESPUES DE IMPUESTOS	(387)	394	1,675	2,773	3,334

FLUJO DE TESORERIA

Año ==>	0	1	2	3	4	5
INGRESOS						
Ventas de contado		11,787	16,089	21,117	25,498	29,450
Recaudo cartera		0	1,813	2,475	3,249	3,923
Rendimiento inversiones		0	0	0	26	64
Créditos recibidos	5,500	1,000	0	0	1,000	0
Aportes de los socios	1,900	600	0	300	150	0
TOTAL INGRESOS	7,400	13,387	17,902	23,892	29,923	33,437
EGRESOS						
Pago crédito de tesorería		0	1,339	995	0	0
Costo crédito de tesorería		0	151	112	0	0
Pago de gastos de producción		4,760	6,188	7,919	9,317	10,761
Pago de ctas por pagar		0	952	1,238	1,584	1,863
Gastos de Administración		2,720	3,527	4,386	5,296	6,117
Gastos de Ventas		3,536	4,548	5,604	6,767	7,816
Desembolso de diferidos	600	0	0	300	0	0
Compra activos	6,500	1,763	223	292	1,503	408
Pago de Intereses		969	1,026	873	688	616
Abono capital		562	724	877	1,062	409
Distribución de utilidades			0	5	1,257	3,192
Pago de impuestos			0	212	902	1,493
TOTAL EGRESOS	7,100	14,310	18,678	22,813	28,375	32,674
INGRESOS - EGRESOS	300	(923)	(776)	1,079	1,548	763
Compra inversiones		0	0	872	1,269	548
Venta inversiones		0	0	0	0	0
Credito de tesorería		1,339	995	0	0	0
FLUJO DEL PERIODO	300	415	218	207	278	215
SALDO INICIAL	0	300	715	934	1,141	1,419
SALDO FINAL	300	715	934	1,141	1,419	1,634

b) FCLO por el método directo

Tal como se mencionó arriba, al contar con el flujo de tesorería proyectado, es posible obtener el FCLO por el método directo, simplemente tomando las transacciones en efectivo que la empresa realiza con quienes la financiaron:

FLUJO DE CAJA LIBRE OPERACIONAL - Método directo

FLUJO DE CAJA DE LOS PROPIETARIOS						
Año ==>	0	1	2	3	4	5
(-) Aportes	(1,900)	(600)	0	(300)	(150)	0
(+) Distribución de utilidades	0	0	0	5	1,257	3,192
FCP	(1,900)	(600)	0	(295)	1,107	3,192
FLUJO DE CAJA DE LA FINANCIACION						
Año ==>	0	1	2	3	4	5
(-) Créditos	(5,500)	(1,000)	0	0	(1,000)	0
(+) Abonos a capital	0	562	724	877	1,062	409
(+) Pago de intereses	0	969	1,026	873	688	616
(-) Ahorro de impuestos		(204)	(359)	(306)	(241)	(216)
FCF	(5,500)	327	1,391	1,444	509	809
Flujo de Caja Libre Operacional - FCLO	(7,400)	(273)	1,391	1,150	1,617	4,001

No hay duda que estas son las transacciones en efectivo que la empresa realizará con los inversionistas que la financiaron: los propietarios entregan aportes y reciben las utilidades que la empresa piense distribuir; los prestamistas entregan crédito y reciben intereses y abono a capital. La única partida que amerita explicación es el Ahorro de impuestos por pago de intereses, para lo cual se recurrirá a la obra del profesor Ignacio Vélez:

“El efecto de los impuestos en los gastos de una entidad sujeta a gravamen resulta en lo siguiente: un gasto antes de impuestos (G) se convierte en $G \times (1 - T)$ después de impuestos, donde T es la tasa de impuestos.

Lo anterior significa que un gasto implica un ahorro en impuestos de $G \times T$ en ese gasto, en términos generales. En el caso de los intereses, se obtiene un ahorro de impuestos igual a $I \times T$. Este ahorro en impuestos reduce el pago de los intereses y, por lo tanto, el costo de la deuda. Como ya está incluido en el costo de capital, no debe estar en el FCL. A diferencia de las demás partidas, ésta no ‘se ve’ en el FT, porque está considerada dentro de los impuestos que se pagan, como un menor valor”⁹

c) FCLO por el método indirecto

También se mencionó que el FCLO por el método indirecto se puede obtener depurando el estado de resultados hasta llegar al saldo que deja libre la operación para pagar a los inversionistas que financiaron la empresa. Los cálculos serían los siguientes:

⁹ Vélez (2006), pág. 351

FLUJO DE CAJA LIBRE OPERACIONAL - Deducción tradicional

Año ==>	0	1	2	3	4	5
Utilidad operacional ajustada		582	1,632	3,450	4,954	5,746
(-) Impuestos ajustados		204	571	1,207	1,734	2,011
UODI		378	1,061	2,242	3,220	3,735
(+) Depreciación		850	1,080	1,111	1,151	1,354
(+) Amortización		200	200	200	100	100
Flujo operativo	0	1,428	2,341	3,553	4,471	5,189
(-) Variación del capital de trabajo	300	(62)	727	1,811	1,351	780
(-) Variación de activos fijos	6,500	1,763	223	292	1,503	408
(-) Desembolso de diferidos	600	0	0	300	0	0
Flujo de Caja de Capital - FCC	(7,400)	(273)	1,391	1,150	1,617	4,001

Se comprueba que efectivamente los dos métodos arrojan el mismo resultado, lo cual quiere decir que la forma tradicional de calcular el FCLO sí arroja un flujo de caja, a pesar de ser una depuración de un estado financiero obtenido por el método de causación.

4. CONSIDERACIONES DE LOS CALCULOS

En el método tradicional de cálculo del FCLO lo importante es entender las situaciones particulares que llevan a que se obtenga el mismo resultado que por el método directo o de caja, pues cualquier otra forma de hacerlo no arrojaría resultados iguales en los dos métodos.

Las situaciones particulares mencionadas son las siguientes:

- En los resultados de la empresa todo se considera operacional, excepto el pago de intereses por concepto de deuda financiera, por lo tanto se parte del EBIT¹⁰ o utilidad operacional ajustada (en la literatura norteamericana se conoce como Net Operating Profit – NOP)
- Se calculan los impuestos sin importar la estructura financiera de la empresa, es decir unos impuestos sobre la utilidad operacional ajustada, precisamente para no afectar los flujos de la operación con efectos de la financiación
- Dentro de los desembolsos necesarios para financiar el crecimiento de la empresa debe considerarse el desembolso de diferidos
- El cálculo de la variación del capital de trabajo se hace de la siguiente forma:

¹⁰ Teniendo en cuenta este concepto de operacional, el EBIT no es igual a la utilidad operacional, ya que en ella la contabilidad ha excluido partidas que según el objeto social de la empresa se consideran no operacionales, pero que desde el punto de vista de las decisiones operativas o del día a día de la administración de la empresa si son operacionales.

(+) Activo corriente	300	2,529	3,409	5,261	7,483	8,854
(-) Pasivo corriente	(562)	(3,015)	(3,321)	(3,548)	(3,765)	(4,416)
(+) Obligaciones financieras CP	562	724	877	1,062	409	469
CAPITAL DE TRABAJO SDF	300	238	965	2,776	4,127	4,907
Variación capital de trabajo	300	(62)	727	1,811	1,351	780

- a) Se toma la totalidad del activo corriente. No se excluye ni el disponible, ni las inversiones temporales, lo cual quiere decir simplemente que las acciones que realice la tesorería, para administrar el dinero de la empresa en el día a día, son consideradas operacionales. A diferencia de los autores que trabajan solo con el llamado “activo corriente operativo” compuesto por las cuentas por cobrar a clientes y los inventarios, quienes consideran que el resto de las cuentas que figuren en el activo corriente no son operativas.
- b) Se toma todo el pasivo corriente, excepto la parte corriente de las obligaciones financieras. No se excluyen los pasivos corrientes con empleados, gobierno, etc. pues todos los saldos son decisiones operativas que ha tomado la administración de la empresa. Vuelve a aparecer aquí la diferencia con quienes hablan del “pasivo corriente operativo” compuesto únicamente por las cuentas por pagar a proveedores.
- c) Se excluye la parte corriente de las obligaciones financieras, porque precisamente con el FCLO se busca saber si la operación de la empresa genera el efectivo suficiente para pagarle a los inversionistas que la financiaron, por lo tanto no puede descontarse de ese flujo de caja una partida que se piensa pagar con él.

5. CONCLUSIONES

- ✓ El FCLO calculado por el método tradicional, sí es un flujo de efectivo, a pesar de obtenerse del estado de resultados y del balance general, que son estados financieros calculados por causación.
- ✓ El FCLO representa el flujo de caja de una empresa sin deuda, precisamente para mostrar los resultados que arroja la operación de la empresa y poder medir si son suficientes para pagar a quienes financiaron el negocio
- ✓ El verdadero flujo de caja operacional de la empresa es el llamado flujo operativo o flujo bruto (el resultado antes de restar la financiación del crecimiento), por lo tanto si el FCLO arroja valores negativos ocasionales no quiere decir que la empresa no sea viable, solamente indica que en ese año particular no produjo el flujo suficiente para financiar el crecimiento y debe recurrir a financiamiento

externo (crédito o aportes de socios)

- ✓ Para calcular el FCLO correctamente se debe utilizar el capital de trabajo sin deuda financiera, pero al efectuar cálculos globales o cuando no se dispone de la información suficiente se puede usar capital de trabajo operativo

6. BIBLIOGRAFIA

Copeland, Tom. **Valuation**. York, Wiley – 2000

Damodaran, Aswath. **Investment valuation**. New York, Wiley – 2002

Fernández, Pablo. **Valoración de empresas**. Barcelona, Gestión 2000 – 2001

García, Oscar León. **Valoración de empresas, gerencia del valor y EVA**. Medellín – 2003

Rico, Luis. **Cuánto vale mi empresa**. Bogotá, Alfaomega – 2003

Vélez, Ignacio. **Decisiones de inversión**. Bogotá, Ceja – 2006