

CEU

*Universidad
San Pablo*

4. ANÁLISIS DE LA ESTRUCTURA FINANCIERA: LIQUIDEZ

Contenido

- 4.1. Análisis de la liquidez de la empresa.
- 4.2. Concepto de flujos de fondos y flujos de tesorería.
- 4.3. El Estado de Flujos de Tesorería.

1. ANÁLISIS DE LA LIQUIDEZ DE LA EMPRESA

El riesgo de liquidez es tanto el surgido al gestionar la liquidez o tesorería de una entidad (*riesgo de tesorería*), como el que surge al liquidar una posición en un mercado (*riesgo de liquidez de mercado*).

1.1. Riesgo de liquidez de mercado

Respecto al *riesgo de liquidez de mercado* hay que tener en cuenta que gran parte de los modelos de valoración de activos y medición de riesgos se apoyan, entre otras, en las hipótesis de que el mercado es libre de fricciones y que los agentes operan de forma continuada en el tiempo. La primera supone implícitamente que no existen costes de transacción, y por tanto, que no hay diferencial entre precios de oferta y demanda. La segunda establece que los precios tienen un comportamiento continuo en el tiempo, pero en la realidad, los precios no son realmente continuos en el tiempo, ya que los agentes no operan de dicha manera, con lo que para liquidar sus posiciones deben asumir cierto coste de liquidez. Esto conlleva que al aproximar el valor de una contingencia, o medir el riesgo de mercado a través de los precios de cierre, se asuma un error.

Este riesgo hace que las fluctuaciones del mercado no afecten igual a las posiciones largas y cortas, o dicho de otra forma, sus riesgos no son simétricos. Además, al introducir el efecto volumen, se comprueba que el riesgo estimado no es lineal, esto es, el riesgo de 100 operaciones en un producto no es igual al de una sola operación multiplicado por 100, puesto que el coste de deshacer una posición no es el mismo que el de deshacer 100 y la demanda de 100 unidades tampoco aceptará el mismo precio que la que sólo está interesado en 1 unidad.

En suma, el riesgo de liquidez del mercado es la pérdida potencial que sufriría un agente al deshacer una posición o cubrirla antes de su vencimiento, como consecuencia de la falta de volumen o el excesivo spread.

Los factores que influyen sobre este riesgo de liquidez pueden agruparse en dos grandes bloques, que denominaremos respectivamente, *componentes particulares y*

generales. Los primeros hacen referencia al riesgo de liquidez que afecta a cada agente de forma diferenciada respecto de otros que mantengan la misma posición, lógicamente la única diferencia vendría dada por el volumen de la posición en particular respecto del volumen total del mercado. Respecto a los factores generales se diferencia entre el riesgo de deshacer la posición o cubrirla, y que denominaremos *riesgo de cobertura*; el riesgo provocado por el diferencial de precios de compra y venta, y que llamaremos *riesgo de transacción*; y el riesgo como consecuencia del volumen negociado, esto es, que no pueda deshacerse toda la posición por falta de volumen, o si se logra, el efecto provocado sobre los precios será extraordinario; así, este factor unido al volumen de la posición en particular constituye el *riesgo de exposición*, tercer y último componente del riesgo de liquidez.

1.2. Riesgo de tesorería

Por su parte, el *riesgo de tesorería* es consecuencia de la gestión de cobros y pagos, de tal forma que cuando dichos flujos de entrada y salida no coinciden en cuantía y fecha, exigirán que el gestor desarrolle su labor, es decir:

1. Trading, si los cobros superan los pagos, y que consistirá en buscar inversiones temporales rentables hasta el instante que deba efectuarse el pago. Por tanto, esta gestión tendrá lugar cuando exista un exceso temporal de recursos disponibles.
2. Funding, si los pagos superan los cobros, y que sería la búsqueda de recursos financieros alternativos que permitan a la entidad realizar el pago y financiarse hasta el instante en que tengan lugar los cobros. Así pues, esta gestión se realizará cuando exista una necesidad temporal de recursos financieros.

Su estimación depende de uno de los componentes del riesgo de tipo de interés, en concreto el de reinversión o trading y refinanciación o funding, esto es, para una operación de dos flujos el VAN (Valor Actual Neto) sería:

$$VAN = \frac{Q_1}{(1+k_1)} + \frac{Q_2}{(1+k_2)^2} = \frac{Q_1 \cdot (1+k_{1,2}) + Q_2}{(1+k_2)^2}$$

Con la intención de medir el riesgo de tesorería hemos de considerar constante la tasa de actualización o componente precio del riesgo de tipo de interés, pero el inconveniente de la igualdad anterior estriba en la tasa a la que se reinvierta o se refinance el flujo Q_1 hasta el vencimiento, esto es, desde $t=1$ hasta $t=2$, con lo que el riesgo de tesorería es consecuencia de:

$$VAN \cdot (1+k_2)^2 = Q_1 \cdot (1+k_{1,2}) + Q_2 \neq Q_1 \cdot (1+k^*) + Q_2$$

$$k_{1,2} \neq k^*$$

Por tanto el riesgo de tesorería está provocado por el hecho de que la tasa de reinversión hasta el momento 2 desde el momento 1 no sea igual a la tasa forward de mercado libre de arbitraje y cuyo valor sería:

$$(1+k_2)^2 = (1+k_1) \cdot (1+k_{1,2})$$

$$\frac{(1+k_2)^2}{(1+k_1)} = k_{1,2} \neq k^*$$

Para comprender este riesgo recurriremos a un ejemplo en el que una entidad tiene los siguientes flujos de caja futuros:

Flujos	1 año	2 años	3 años	4 años	Total
entrada	100	100		300	500
salida		-200	-100	-100	-400
total	100	-100	-100	200	100

Tabla 1. Datos del ejemplo

Además asumiremos que la tasa de actualización para cada vencimiento es la misma, un 5%, entonces:

	1 año	2 años	3 años	4 años	TOTAL
factores de descuento	0.9523	0.9070	0.8638	0.8227	
VAN inversión	95.23	90.70	0	246.81	432.75
VAN financiación	0	-181.40	-86.38	-82.27	-350.06
total	95.23	-90.70	-86.38	164.54	82.69

Tabla 2. Valor actual neto

Y para comprobar el efecto de la variación de las tasas de reinversión y refinanciación tomaremos una por encima y otra por debajo del 5%:

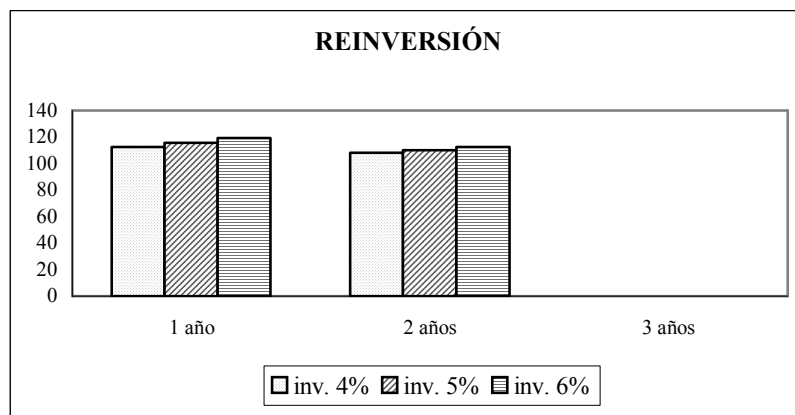


Gráfico 1. Riesgo de reinversión

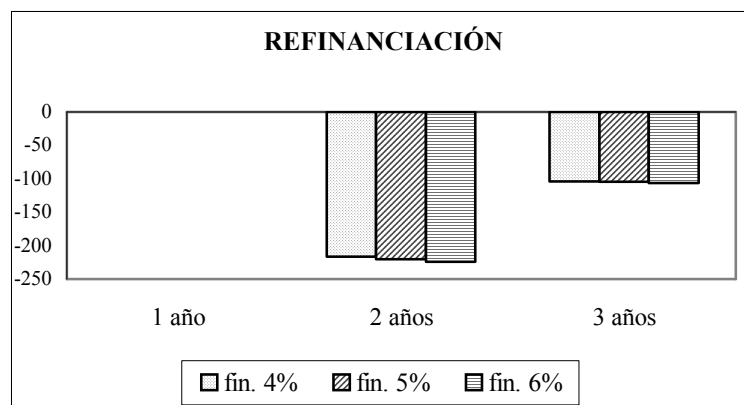


Gráfico 2. Riesgo de refinanciación

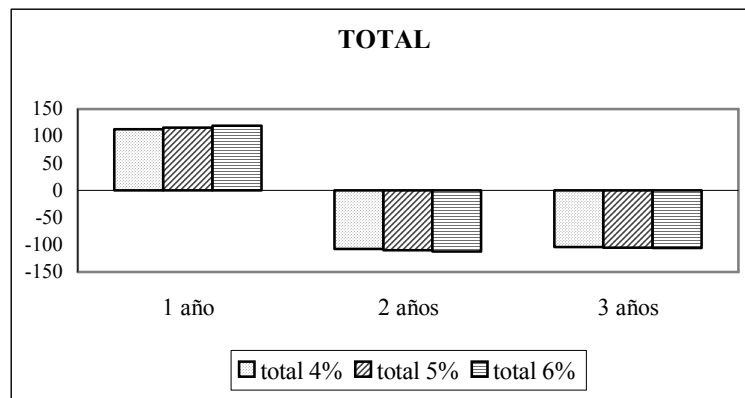


Gráfico 3. Efecto total

Como observamos una subida de las tasas forwards hace que el riesgo de reinversión disminuya, pues aumenta el valor final, mientras que el riesgo de refinanciación aumenta al tener signo contrario. También comprobamos que a medida que disminuye el plazo de reinversión o refinanciación los efectos son menores.

A partir del ejemplo anterior podemos establecer cuáles son los factores que influyen sobre el riesgo de tesorería:

- ✓ Flujos: la generación de flujos positivos o de entrada (cash-flow in) y los negativos o de salida (cash-flow out). Este es el factor fundamental en el análisis del riesgo de tesorería, puesto que exige que en primer lugar se identifique la variable financiero-contable que represente los movimientos de flujos en la empresa, y en segundo lugar, determinar el comportamiento de dicha variable.
- ✓ Tiempo: hace referencia al plazo en el que tienen lugar los flujos de caja, lógicamente se diferenciará entre el corto plazo y largo plazo. En el primero de ellos se pretende dar respuesta a ¿tiene capacidad la entidad para hacer frente al próximo pago?, mientras que en el segundo la cuestión planteada sería ¿la capacidad de generación de flujos de la empresa le permitirá hacer frente a todos los pagos de la operación? En la primera cuestión sería el PM de Caja el plazo clave, mientras que en la segunda, el concepto empleado

para representar el tiempo será el de pay-back de la operación o plazo de recuperación.

- ✓ Equilibrio económico-financiero: supone que la decisión adoptada, tanto en caso de trading como de funding, no puede conllevar un desequilibrio económico-financiero, por tanto, este factor debe contemplarse más como una restricción al problema que como una variable a incluir en el modelo.

1.3. Estimadores de flujos de caja

Con respecto a la variable *FLUJO* existe varias definiciones en función de si se toma en consideración el endeudamiento de la entidad o no:

- a) *Free Cash-Flow (FCF)* El flujo de caja de disponible de un negocio no coincide con el beneficio de actividad o *EBIT* (Earning Before Interest and Tax). En primer lugar deben eliminarse aquellos gastos que no supondrán pago como las amortizaciones de los activos fijos depreciables (*A*) y obtenemos el *EBITDA*. Seguidamente, se elimina la parte de impuesto (*tax*), ya que ese porcentaje de los beneficios no será disponible, el resultado se llama Net Operating Profit Less Adjusted Taxes (*NOPLAT*). Pero habrá que añadir como un menor pago fiscal la deducción del gasto de amortizaciones, dando lugar al Cash Flow Bruto (*FCB*) Finalmente habrá que eliminar el flujo destinado a las inversiones del período, esto es aumentos del activo fijo (*CAPEX*) y del fondo de maniobra operacional (*NOF*); en este sentido, mientras que el segundo es la mera diferencia de los valores en dos instantes consecutivos de tiempo, en el primer caso, no sólo será la diferencia entre los valores del Activo fijo (*Af*), sino que además habrá que añadir la amortización del período ya que siempre existirá una variación en el activo fijo amortizable sin que ello se deba a una desinversión. Así pues, el Free Cash Flow (*FCF*) sería:

$$EBITDA_t = EBIT_t + A_t$$

$$NOPLAT_t = (1 - tax) \cdot EBITDA_t$$

$$FCB_t = NOPLAT_t + tax \cdot A_t$$

$$\Delta I_t = \underbrace{\left[(Af_t + A_t) - Af_{t-1} \right]}_{CAPEX} + (NOF_t - NOF_{t-1})$$

$$FCF_t = FCB_t - \Delta I_t$$

b) *Capital Cash-Flow (CCF)* incluye, además de los flujos de caja de la actividad principal, los relacionados con la estructura financiera de la empresa. Se descomponen en dos partes, en función del destino del flujo de caja final, esto es, el reparto del mismo entre recursos propios (Cash Flow para Accionistas, *CFA*) y ajenos (Cash Flow para la deuda, *CFD*). De esta forma, donde *Gf* son los gastos financieros del ejercicio y *D* es el valor del total de las deudas financieras de la empresa, tanto a largo como a corto plazo:

$$CCF_t = CFA_t + CFD_t = FCF_t + Gf_t \cdot tax$$

$$CFA_t = FCF_t - Gf_t \cdot (1 - tax) + \Delta D_t$$

$$CFD_t = Gf_t - \Delta D_t$$

1.4. Indicadores de liquidez

1.4.1. Indicadores de flujos

A partir de estas variables de flujos de caja, y siempre que sean positivos, también se calculan otros indicadores de liquidez, sobre todo para comprobar si los cash-flows in podrán atender a los cash-flows out. Estos indicadores se conocen como *cobertura de pagos* y pueden ser de diversas formas:

- Cobertura de los pagos del principal de las deudas:

$$-Si D_{t-1} - D_t > 0 \rightarrow \frac{D_{t-1} - D_t}{FCF_t}$$

$$-Si EBITDA_t > 0 \rightarrow \frac{D_t}{EBITDA_t}$$

Indica el porcentaje del FCF generado que se destina a la amortización de la deuda (amortización financiera), o cuánto tiempo tardaría en pagar la deuda con el EBITDA.

- Cobertura de los pagos del coste de las deudas:

$$\frac{Gf_t \cdot (1 - tax)}{FCF_t}$$

Indica el porcentaje del FCF que se destina a cubrir los gastos financieros netos de impuestos (*tax*).

1.4.2. Indicadores de tiempo

Por lo que respecta a la variable *TIEMPO* se diferencian dos tipos de indicadores:

- Relacionados con la estructura financiera, por ejemplo el denominado *plazo de recuperación o pay-back*, es decir, cuántos ejercicios serán necesarios que transcurran para recuperar el principal de la deuda, asumiendo que el FCF es constante y positivo, y que k_D es el coste de la deuda o tasa de descuento:

$$D_t = \sum_{i=1}^N \frac{FCF_t}{(1 + k_D)^i} \Rightarrow N = \text{pay-back}$$

- Relacionados con la actividad principal, por ejemplo el denominado *Período Medio de Caja*, es decir, la diferencia entre el número de días que por término medio se cobra a los deudores comerciales menos el de pago a acreedores de tráfico. Es un indicador de la gestión comercial de la liquidez de la empresa.

El cálculo del Período Medio de Pago está regulado por una resolución del ICAC de enero de 2016. Si d son días entre pedido y pago (vencimiento) y Q es la cuantía económica del pedido (según factura) y K es el total de operaciones realizadas en un ejercicio económico, entonces se trataría de estimar una media aritmética de los vencimientos ponderada por las cuantías. Y aplicando esta misma metodología al Período Medio de Cobro, entonces:

$$PM = \frac{\sum_{k=1}^K d_k \cdot Q_k}{\sum_{k=1}^K Q_k}$$
$$PM \text{ Caja} = PM \text{ cobro} - PM \text{ pago}$$

De esta forma:

- Si $PM \text{ Caja} > 0$, la empresa concede mayor financiación a sus clientes de la que recibe de sus acreedores comerciales. Ello exigirá buscar financiación alternativa.
- Si $PM \text{ Caja} < 0$, la empresa concede menor financiación a sus clientes de la que recibe de sus acreedores comerciales. Esto puede suponer un ahorro de costes financieros.
- Si $PM \text{ Caja} = 0$, la empresa concede la misma financiación a sus clientes que la recibida de sus acreedores comerciales.

2. CONCEPTO DE FLUJO DE FONDO Y FLUJO DE TESORERÍA

En toda decisión de inversión-financiación de una empresa existen dos aspectos a considerar, por un lado el *financiero* (pasivo y neto) y por otro el *económico* (activo). Según esto, la toma de decisiones en el ámbito empresarial genera una corriente de flujos de fondos entre la estructura financiera y la estructura económica, de tal manera que dichos flujos de fondos irán desde la estructura financiera hasta la estructura económica, para a través de la explotación de esta última recuperar la primera más un beneficio. Esto puede interpretarse como un proceso de disponibilidad de recursos.

El término *fondo* está haciendo mención de los recursos financieros que constituyen dicha corriente, es decir, *fondo* sería un *movimiento presente o futuro de liquidez*, por tanto, cobros y pagos que se producen en el ejercicio corriente, o que tendrán lugar en los próximos.

Según venimos exponiendo en este tema la empresa, en términos financieros, se caracteriza por llevar a cabo una corriente de flujos de fondos que irán desde la estructura financiera hasta la estructura económica, para a través de esta última recuperar la primera más un beneficio.

Desde el punto de vista de la variación de flujos que se observan en una empresa podemos distinguir:

1. En el largo plazo:

- Un *origen de fondos* sería la denominación de la fuente financiera empleada, o la partida de la que se ha desinvertido.
- Una *aplicación de fondos* sería la materialización de la fuente, es decir, la inversión realizada, o la cancelación de un recurso financiero.

2. En el corto plazo:

- Un *incremento del capital circulante* supondría una aplicación de recursos o inversión en activo circulante, o bien una cancelación de pasivo circulante.
- Una *disminución del capital circulante* supondría un origen de recursos financieros a corto plazo procedentes, bien de un incremento del pasivo circulante, o bien de una desinversión en el activo circulante.

Estas variaciones se sustentan en la premisa cierta de que todo aumento de fondos (origen o financiación) tiene un destino en una disminución de fondos (aplicación o inversión).

Estas variaciones de fondos además, como el propio concepto de este término indica, puede ser en forma líquida (movimiento presente de liquidez, o corriente de cobros y pagos), o en forma aplazada (movimiento futuro de liquidez, o corriente de derechos de cobro y obligaciones de pago). Así pues, el término fondo engloba otro más restrictivo que es el de *disponibilidad*, esto es:

- Si se emplea dentro de la estructura financiera de la empresa estaría referido a fuentes financieras de libre disposición.

- Si se usa en la estructura económica, a inversiones que puedan ser libremente transformadas en recursos financieros mediante su enajenación.

El término disponibilidad engloba a su vez otro más restrictivo aún que es el de *liquidez*, es decir, recursos cuya manifestación económica es la tesorería. Ahora bien, no toda la liquidez de la empresa debe entenderse como disponible, ya que una parte de ésta deberá mantenerse como stock mínimo o de seguridad, con la finalidad de cubrir roturas del ciclo cobro-pago de la entidad, como consecuencia de impagos de deudores, o falta de coordinación temporal entre los cobros y los pagos.

Gráficamente los tres conceptos anteriores podrían representarse como sigue:

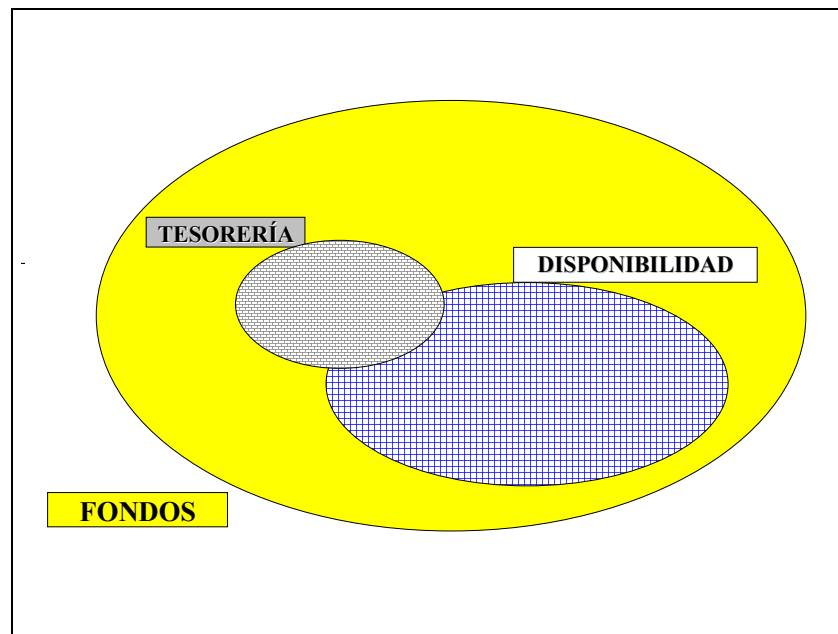


Gráfico 4. Fondos, disponibilidad y tesorería o liquidez

Por todo esto, al relacionar mediante la correspondiente corriente de flujos, y dentro del análisis económico-financiero, los términos fondo, disponibilidad y liquidez se están fijando tres pilares fundamentales dentro del análisis, que son: *solventia, rentabilidad y liquidez*.

Con la *solventia* se medirá la capacidad de generación de fondos por la empresa para atender a los compromisos con terceros, es decir, su riesgo a medio y largo

plazo. A través de la *rentabilidad* se analizará la capacidad de la empresa para generar fondos disponibles que incrementen el valor de la misma, y será objeto de estudio en temas posteriores. Y mediante la *liquidez* se analiza tanto su capacidad de obtención de recursos líquidos exigibles a través de su ciclo de explotación (riesgo a corto plazo), como su gestión de tesorería.

3. ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO

3.1. Conceptos fundamentales

El Estado de Flujos de Efectivo (EFE) analizaría solo una parte de los flujos (de fondos) inversores y financieros de la empresa, en concreto, aquellos que fueran líquidos (fondos cobrados o pagados en el ejercicio), mostrando así, la capacidad de generar liquidez por la empresa, y en suma su solvencia a corto plazo.

Para poder comprender este estado, es preciso definir una serie de conceptos fundamentales:

- ✓ Flujos de tesorería: son las entradas y salidas de tesorería y cuasi-tesorería causadas por las diferentes actividades de la empresa, esto es, operativas o del ciclo de explotación, de inversión y de financiación.
- ✓ Tesorería: son los medios líquidos que posee la empresa, es decir, aquellos cuya liquidez es permanente (caja, bancos, descubiertos en cuenta, pólizas de créditos, moneda extranjera).
- ✓ Cuasi-tesorería: son aquellos activos cuyo vencimiento (transformación en liquidez inmediata) no excede de 3 meses y se negocian en mercados muy líquidos (por ejemplo, Deuda Pública con una vida residual corta).
- ✓ Flujos de Tesorería de las Actividades OPERATIVAS: son aquellos flujos de liquidez provenientes de la actividad típica de la empresa, es decir, los resultantes de la estructura económica- financiera directamente relacionada con el ciclo de explotación. Mostrarán si este ciclo genera o no, suficientes medios líquidos para atender a los pasivos y acometer nuevas inversiones.

- ✓ Flujos de Tesorería de las Actividades de INVERSIÓN: serían los flujos de tesorería surgidos en la adquisición y disposición de activos a largo plazo y de otras inversiones no incluidas ni en la cuasi-tesorería, ni en las actividades operativas (no comerciales); es decir, la liquidez obtenida y empleada en la estructura económica que no guarda relación directa con el ciclo de explotación (activo fijo y activo circulante extraoperacional). Estos flujos mostrarán el potencial futuro de generar ingresos y tesorería.
- ✓ Flujos de Tesorería de las Actividades de FINANCIACIÓN: estarían formados por aquellos flujos de liquidez derivados de cambios en las fuentes financieras de la empresa, en cuanto a su volumen o composición, y tanto para los recursos propios, como para los recursos ajenos, es decir, la liquidez obtenida y empleada en la estructura financiera de la empresa que no guarda relación directa con el ciclo de explotación (recursos propios, recursos ajenos a largo plazo y recursos ajenos a corto plazo no comerciales). A través de estos flujos pueden preverse los reembolsos futuros de fuentes financieras, y por ello, la afectación sobre los flujos de tesorería futuros.

3.2. Estructura del EFE

El EFE se presentará de acuerdo con la separación de actividades de la empresa en 3 estados genéricos:

1. Estado de Flujos de Efectivo de la Actividad de INVERSIÓN.
2. Estado de Flujos de Efectivo de la Actividad de FINANCIACIÓN.
3. Estado de Flujos de Efectivo de la Actividad OPERATIVA.

Para elaborar el EFE de las actividades tanto de inversión como de financiación debiendo seguirse los siguientes pasos:

1. Ha de tenerse en cuenta que toda aplicación o incremento del capital circulante supondrá un pago, y que todo origen o disminución del capital circulante un cobro.

2. Se tomarán las aplicaciones reales de fondos ajenos a la explotación y los incrementos de circulante extraoperacional que realmente hayan supuesto pagos en el ejercicio. Igualmente, se tomarán los orígenes de fondos ajenos a la explotación y las disminuciones del capital circulante extraoperacional que hayan dado lugar a un cobro en el ejercicio.
3. Se diferenciarán y se presentarán en dos estados distintos los cobros y pagos obtenidos anteriormente atendiendo a su relación con la estructura económica (Efe Inversión) y con la estructura financiera (EFE Financiación). Así pues los modelos de estados que resultarán tendrán el siguiente formato:

<i>Flujos de tesorería de la Actividad de Financiación</i>	<i>PAGOS</i>	<i>COBROS</i>
<i>Aparecerán:</i>	<i>Cuántías:</i>	<i>Cuántías:</i>
✓ Partidas de pasivo fijo, pasivo circulante no comercial y neto.	✓ Aplicaciones pagadas (devolución de deudas a largo plazo)	✓ Orígenes cobrados (nuevas deudas a largo plazo)
	✓ Incrementos de circulante pagados (devolución de deudas financieras a corto plazo)	✓ Disminuciones de circulante cobrados (nuevas deudas financieras a corto plazo)
TOTAL		

Tabla 3. Estado de Flujos de Efectivo de la actividad de Financiación

<i>Flujos de tesorería de la Actividad de Inversión</i>	<i>PAGOS</i>	<i>COBROS</i>
<i>Aparecerán:</i>	<i>Cuántías:</i>	<i>Cuántías:</i>
✓ Partidas de activo fijo, activo circulante extraoperacional.	✓ Aplicaciones pagadas (nuevas inversiones en activo no corriente)	✓ Orígenes cobrados (ventas de activos no corrientes)
✓ Ingresos extraordinarios y gastos extraordinarios relacionados con la estructura económica	✓ Incrementos de circulante pagados (nuevas adquisiciones de activos corrientes no comerciales)	✓ Disminuciones de circulante cobrados (ventas de activos corrientes no comerciales)
TOTAL		

Tabla 4. Estado de Flujos de Efectivo de la actividad de Inversión

En la elaboración del EFE de actividades OPERATIVAS pueden seguirse dos métodos:

1. Método directo.

Igual que se operó en la presentación del EFE Inversión y EFE Financiación, para elaborar el EFE Operativo se operará de acuerdo con los pasos siguientes:

- a) Se tomarán aquellas partidas del activo circulante operacional y de los recursos ajenos a corto plazo comerciales que hayan supuesto cobros (derechos de cobro realizados, es decir, disminuciones del capital circulante) y pagos (obligaciones de pago satisfechas, es decir, incrementos del capital circulante), respectivamente en el ejercicio, por el importe efectivamente cobrado o pagado. Así pues, no se tomarán partidas como las existencias y tesorería (esta última será objeto de estado resumen separado).
- b) Se incluirán aquellos ingresos y gastos que durante el ejercicio se hayan cobrado o pagado, respectivamente, y que no estén recogidos en el balance mediante algún derecho de cobro u obligación de pago.

El modelo de estado de tesorería será:

<i>Flujos de tesorería de la Actividad Operativa</i>		<i>PAGOS</i>	<i>COBROS</i>
<i>Aparecerán:</i>		<i>Cuántías:</i>	<i>Cuántías:</i>
✓ Partidas de pasivo circulante comercial y activo circulante operacional.	✓ Aplicaciones pagadas	✓ Orígenes cobrados	
✓ Gastos e ingresos relacionados con la actividad principal de la empresa (explotación), incluidos gastos e ingresos financieros.	✓ Incrementos de circulante pagados	✓ Disminuciones de circulante cobrados	
TOTAL			

Tabla 5. Estado de Flujos de Efectivo de la actividad Operativa por el método directo

2. Método indirecto.

En este caso se parte de la información recogida en la cuenta de Pérdidas y Ganancias, sin olvidar que no todos los gastos en ella recogidos han supuesto pagos, así como los ingresos en ocasiones no han generado cobros. Partiendo del saldo de la cuenta de resultados antes de impuestos, que se considerará cobro si es

acreedor (beneficio) o pago si es deudor (pérdida), se irá ajustando, para obtener el cobro o pago real de la actividad operativa, mediante los pasos siguientes:

- a) Como el objetivo es llegar a calcular los flujos de tesorería operativos, habrá que descontar, del saldo de la cuenta de Pérdidas y Ganancias antes de impuestos, los resultados correspondientes a operaciones de financiación y de inversión no relacionados con la actividad típica. Evidentemente, nos estamos refiriendo a los gastos e ingresos no recogidos en el tramo de explotación, exceptuando gastos e ingresos financieros, y excluyendo los resultados con el inmovilizado. Para ello deberán compensarse dichos resultados, los gastos o pérdidas se sumarán al saldo, ya que aparecen restando en la cuenta de resultados, y los ingresos o beneficios se restarán al saldo, pues en la cuenta de resultados aparecen sumando.
- b) Como consecuencia de la operación anterior, en la cuenta de Pérdidas y Ganancias sólo permanecerán partidas de gastos e ingresos relacionadas con la actividad típica (tramo explotación sin resultados con inmovilizado) y gastos e ingresos financieros. De éstas no todas suponen cobros y pagos, de forma que se operará como sigue:
 1. Se eliminarán todas aquellas partidas que no supongan variación de tesorería (amortizaciones, provisiones, variación de existencias, ...). Para eliminar aquellos gastos que no hayan supuesto pago se sumarán al saldo de Pérdidas y Ganancias, puesto que para obtener dicho saldo aparecen restando; por su parte para compensar los ingresos que no suponen cobro, como aparecen sumando en la cuenta de resultados, deberán restarse del saldo de Pérdidas y Ganancias.
 2. Se ajustarán las partidas deudoras y acreedoras por operaciones de tráfico en el importe no cobrado o no pagado.

Así el modelo de estado que puede presentarse para la actividad operativa por el método indirecto sería:

<i>Flujos de tesorería de la Actividad Operativa</i>	<i>PAGOS</i>	<i>COBROS</i>
1. Saldo de Resultado Antes de Impuestos	Beneficio	Pérdida
2. Ajustes al resultado		
(+) Gastos financieros y extraordinarios		Gastos
(-) Ingresos financieros y extraordinarios	Ingresos	
(+) Gastos de explotación que no suponen pago		Gastos
(-) Ingresos de explotación que no suponen cobro	Ingresos	
3. Cambios en el capital circulante		
(-) Aumentos de cuentas a cobrar operacionales (ventas no cobradas)	Ingresos	
(+) Disminuciones de cuentas a cobrar operacionales (cobros reales)		<u>Cobros</u>
(+) Aumentos de cuentas a pagar comerciales (gastos no pagados)		Gastos
(-) Disminuciones de cuentas a pagar comerciales (pagos reales)	<u>Pagos</u>	
4. Otros flujos de efectivo de las actividades de explotación		
(+) Ingresos financieros cobrados		<u>Cobros</u>
(-) Gastos financieros pagados	<u>Pagos</u>	
TOTAL = 1+2+3+4		

Tabla 6. Estado de Flujos de Efectivo de la actividad Operativa por el método indirecto

Habría que tener en cuenta que el método indirecto, al partir de la cuenta de resultados sin desglosar los flujos de las operaciones corrientes, está suministrando menos información que el método directo.

Por último también se presentaría un estado resumen de la variación de la tesorería y la cuasi-tesorería durante el ejercicio, con el fin de comprobar que los cuadros anteriores son correctos:

<i>Estado de Flujos de Tesorería</i>	<i>Aumentos</i>	<i>Disminuciones</i>
(+) Saldo inicial de la tesorería y cuasi-tesorería	Saldo balance inicial	
(±) Tesorería de la Actividad de Financiación	Cobro	Pago
(±) Tesorería de la Actividad de Inversión	Cobro	Pago
(±) Tesorería de la Actividad Operativa	Cobro	Pago
(=) Saldo final de la tesorería y cuasi-tesorería	Saldo final	

Tabla 7. Estado resumen de la tesorería

Con lo que si el EFE está correctamente formulado, la cuantía del *saldo final* deberá coincidir con el saldo que figure en las cuentas de tesorería en el balance cierre.