CAPITULO III

VALOR ECONÓMICO AGREGADO

3.1 CONCEPTO Y SIGNIFICADO

El valor ha existido como un concepto, desde que en la historia se han conducido empresas y se ha creado capital. El valor ha sido una medida consistentemente usada por quienes tienen la capacidad de invertir en diversas empresas y preservar e incrementar su capital.

El valor depende solamente de lo que esperamos que ocurra en el futuro con el bien o servicio que pretendemos valorar y de nuestras expectativas. El problema del futuro es que no lo conocemos con certeza, así que cualquier valoración de los hechos futuros debe tener un factor de riesgo.

Riesgo es el grado de incertidumbre de que se realicen los rendimientos esperados. Esto implica a los montos y a los tiempos en que se dan los rendimientos esperados.

El riesgo no se ve afectado únicamente por las expectativas del mercado sobre el comportamiento futuro, sino que también está influenciado por la estructura financiera de cada empresa. El riesgo también varia a lo largo de la línea de negocios y de zonas geográficas y de análisis más detallados de la empresa; estos frecuentemente revelan formas interesantes de reducir costos de capital, y consecuentemente, con efectos favorables para el valor de la empresa.

Tres tipos de riesgo son:

- Riesgo de la tasa de interés.- Es el riesgo de que el valor de la inversión pueda aumentar o disminuir por los cambios en el nivel general de tasas de interés. Gran parte de la incertidumbre de este riesgo está relacionada con la incertidumbre de la inflación futura.

- Riesgo sistemático o riesgo de mercado.- Este riesgo esta dado por la incertidumbre de los rendimientos futuros debido a la sensibilidad del

rendimiento de una inversión en particular, en relación con el movimiento del rendimiento de todo el mercado en su conjunto. Este riesgo es medido comúnmente por un factor llamado Beta.

Beta es la pendiente de un modelo de regresión donde el rendimiento de las 500 empresas Standard & Poors es la variable independiente y el rendimiento de la empresa pública considerable en cuestión es la variable dependiente.

Para las empresas privadas la Beta se estima con base en información de empresas que cotizan y que operan en líneas de negocios similares a la empresa que se está valuando.[1]

- Riesgo no sistemático o riesgo de la empresa o específico.- Este riesgo está determinado por la incertidumbre de los rendimientos futuros derivados de los factores diferentes al mercado, que pueden ser relativos a la industria en particular o a la propia empresa.

Para que una empresa aumente el valor de los accionistas debe desarrollar iniciativas creativas para poder promover el bienestar de sus empleados, trabajar en colaboración con sus proveedores y cultivar su lealtad, conocer íntimamente a sus clientes y hacer todo lo posible por satisfacer sus necesidades especificas y ganar una reputación entre la comunidad del buen ciudadano empresarial. Para crear una armonía de intereses entre los accionistas y los otros grupos de interés. Si se tienen estas relaciones de buena manera, la compañía tendrá la oportunidad de ofrecer a sus accionistas una rentabilidad mayor a la su costo de capital; en otras palabras podríamos decir que tendría un Valor Económico Agregado (EVA)[2] positivo.

[1] UNAM, Price Water House Coopers e IMEF, Valuación de empresas y creación de valor. Editorial Impresora Apolo S.A. de C.V., 2002. Pág. 31
[2] EVA (Economic Value Added) es una marca registrada por Stern Stewart & Co.

No hay duda de que la única meta empresarial sea la de enriquecer al accionistas; pero el cumplimiento de está traerá valor para todos los grupos de interés. Si el accionista no llegara a ganar, todos los que dependan de esta empresa perderán.

Como dijo Konusuke Matsushita, creador de Panasonic: “Si no podemos obtener utilidades, quiere decir que estamos cometiendo una especie de crimen contra la sociedad. Tomamos dinero de la sociedad, tomamos a su gente, tomamos sus materiales, y si a cambio no somos capaces de obtener una buena utilidad estamos utilizando unos recursos muy valiosos que podrían utilizarse mejor en otra parte.

El EVA es la utilidad que queda una vez que deducimos el costo del capital invertido para generar dicha utilidad. El costo de capital en el EVA incluye los recursos propios y capital en acciones como deuda. El costo de deuda es el tipo de interés pagado por la nueva deuda de la empresa.[3]

3.2 ANTECEDENTES

El Valor Económico Agregado (EVA es una marca registrada por Stern Steward & Co.) es un concepto que se ha conocido en Latinoamérica en la década de los años noventa, a pesar que las teorías económicas y financieras desarrollaron elementos apropiados desde hace más de un siglo.

Alfredo Marsa fue el primero que expresó una noción de EVA en 1980, en su obra capital “The Principles of Economics”: “Cuando un hombre se encuentra comprometido con su negocio, sus ganancias para el año son el exceso de los ingresos que recibió del negocio durante el año sobre sus desembolsos, de acuerdo a si se ha presentado un incremento o decremento de valor. Lo que queda son las ganancias después de deducir

[3] Stern Joel M. y Shiely John S. con Ross Irwin, El desafió del EVA. Editorial Norma, 2002. Pág.: 23

los intereses contra el capital a la tasa corriente… Es llamado generalmente su beneficio por emprender o administrar".[4]

El concepto del EVA es una variación de lo que tradicionalmente se ha llamado "Ingreso o Beneficio Residual", que se definía como el resultado que se obtenía al restar a la utilidad operacional los costos del capital. La idea del beneficio residual apareció en la literatura de la teoría contable de las décadas de este siglo. Inicialmente, lo introdujo Church en 1917 y posteriormente sería Scovell en 1924. También apareció en la literatura de contabilidad gerencial en los años 60. A comienzo de la década de los 70 algunos académicos finlandeses discutieron dichos concepto. En 1975 es Virtanen quien lo define como un complemento del retorno sobre la inversión, para la toma de decisiones.[5] En 1986 Alfred Rappaport, en la publicación Creating Shareholder Value introdujo el modelo de flujo libre de efectivo (Free Cash Flow) que mostraba como las técnicas normales de flujo de efectivo descontado podían ser adaptadas dentro de un marco del valor para los accionistas. Esto continuó en 1987 con un libro menos conocido llamado Managing for Value de Bernard Reinmann, alguna de sus ideas fueron posteriormente desarrolladas en el enfoque del rendimiento en efectivo de la inversiones, Cash Flow Return On Investments (CFROI)[6]

El interés en el enfoque del valor para el accionista tuvo un impulso adicional con la publicación, en 1990 del libro Valuation de Tom Copeland y otros autores de la empresa Mckinsey & Company Inc.

Meter Drucker, en un artículo de Harvard Business Review, hizo su aproximación al concepto de la generación de valor con estas palabras: "Mientras que un negocio tenga

[4] Gustavo Acuña, Director del Departamento de Finanzas de la Universidad Nacional de Colombia. Análisis administrativo, 2000. Internet: www.uch.edu.ar/rrhh/Temas%20Varios/Finanzas/EVA%20-%20Valor%20Economico%20Agregado.doc

[5] Gestiopolis, EVA, Herramienta para la toma de decisiones. Internet: www.gestiopolis.com/recursos/documentos/fulldocs/ger/EVAhptdg.htm

[6] UNAM, Price Water House Coopers e IMEF, Valuación de empresas y creación de valor. Editorial Impresora Apolo, S.A. de C.V., 2002

un rendimiento inferior a su costo de capital, operará a perdidas. No importa que pague impuestos como si tuviera una ganancia real. La empresa aun deja un beneficio económico menor a los recursos que devora… mientras esto suceda no crea riqueza, la destruye".

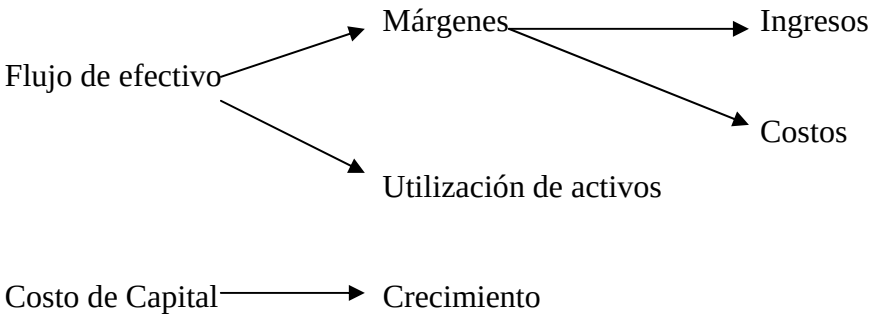
EVA es también llamado EP (Economic Profit) o Utilidad Económica, utilizado por la consultora Mckinsey & Co. Buscando evitar problemas con la marca registrada. Otros conceptos derivados del ingreso residual asociados con EVA, aunque no tengan todas las características de la marca registrada por Stern Stewart o posean otras propias.[7]

En 1991, G. Bennett Steward publicó el libro "The Quest for Value" que introduce la idea de Valor Económico Agregado (EVA). Este concepto es definido como la diferencia entre el rendimiento de capital invertido y el costo del mismo durante el mismo periodo.

El EVA es una medida absoluta de desempeño organizacional que permite apreciar la creación de valor, que al ser implementada en una organización hace que los administradores actúen como propietarios y además permite medir la calidad de las decisiones gerenciales.

Los dos factores que mayor influencia tienen en el la creación de valor son el flujo de efectivo creado y el costo de capital; de ahí que estos son los impulsores de valor que debemos cuidar:

[7] Gestiopolis, EVA, Herramientas para la toma de decisiones gerenciales. Internet: www.gestiopolis.com/recursos/documento/fulldocs/ger/EVAhptdg.htm



Algunos impulsores a cuidar serían:

- Crecimiento de ventas. (hace crecer a la empresa)
- Margen de utilidades en efectivo (EBITDA Earnings Before Interests, Taxes, Depresiation and Amortization; por sus siglas en ingles). Utilidad antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización.
- Tasa de impuestos operativos en efectivo.
- Capital de trabajo neto (para hacer crecer a la empresa)
- Activos fijos (también para hacer crecer a la empresa)
- Costo promedio de capital ajustado por el riesgo de la inflación (WACC Weighted Average Cost of Capital)

El crecimiento esta integrado por tres generadores o conductores de valor: de ventas, las inversiones en capital de trabajo neto y las inversiones en activos fijos. El crecimiento de los ingresos puede tener un efecto revelador en el valor para los accionistas y puede ser, este último significativamente mejorado incrementando la eficiencia de las inversiones.

El margen de utilidad en efectivo es de gran importancia y frecuentemente será la contribución más grande de valor para los accionistas. Se define como la utilidad antes de intereses, impuestos, amortizaciones y depreciaciones (EBITDA). Como se observa, esta definición implica que el generador esta enfocado a la utilidad en efectivo antes de

impuesto ganada por la empresa antes de cualquier cargo por financiamiento o por depreciación o amortización, eliminando por lo tanto, cualquier distorsión contable.

Los impuestos en efectivo, es una deducción importante del flujo libre de efectivo y tiene un impacto en el retorno de la inversión.

3.3 DETERMINACIÓN Y CÁLCULO

Costo de deuda =
Costo de deuda % * Monto de la deuda

Inversión de accionistas =
Costo de inversión % * Monto de la inversión

Costo ponderado de capital =
Costo de deuda + Costo de inversión de accionistas

ROI =
(Utilidad operativa neta de impuestos / Capital Invertido (Activos))*100

Valor Económico Agregado =
(%ROI - % Costo ponderado de capital) * Capital Invertido

EVA =
Utilidad operativa neta de impuestos – Costo ponderado de capital.

Interpretación: Existe valor económico agregado si la empresa obtuvo mayor rentabilidad que el costo ponderado de los fondos adicionales utilizados.

3.4 ESTRATEGIAS PARA CREAR VALOR

Todas las empresas con fines de lucro tienen en mente obtener un beneficio económico y por eso trata de conseguir diversos objetivos de tipo económico. Existen muchas acciones colectivas e individuales que pueden llevarse a cabo para aumentar el valor del accionista y por lo tanto del EVA. Algo importante es hacer el pastel más grande, no solo repartir el pastel. Algunas de las estregáis para crear valor en una empresa son las siguientes:

- Aumentar la tasa de retorno sin añadir nuevo capital; esto es mejorar la utilidad operacional después de impuestos sin involucrar más capital en el negocio. El EVA aumenta o disminuye en el mismo valor que lo hace la eficiencia operativa. Al aumentar la tasa de retorno estamos elevando el valor de la empresa y al mismo tiempo generando valor para los accionistas. Esta estrategia la podemos apoyar de dos objetivos:
    - Obtener el máximo beneficio neto con el mínimo capital aportado por los accionistas.
    - Lograr el mínimo costo promedio de deuda.

- Invertir nuevo capital con un retorno mayor que el costo de obtenerlo.
- Liquidar capital o cortar nuevas inversiones si los retornos perdidos son más que compensados por los ahorros en el capital invertido. Esto es que se desvían o desinvierten capital de aquellas líneas de negocios que no den los beneficios adecuados.

- Trabajar con el mínimo riesgo a con un nivel aceptable para poder garantizar la supervivencia de la empresa. Algunos objetivos de apoyo son:
    - Una proporción equilibrada entre capitales aportados por los accionistas y el endeudamiento, a fin de disponer de una autonomía financiera.
    - Tener también una proporción equilibrada de deuda a corto plazo y deuda a largo plazo, para no generar tensiones financieras a corto plazo.

- Una cobertura adecuada de los diferentes riesgos con los que la empresa se enfrenta.

- Disponer de una liquidez adecuada para poder afrontar los diferentes compromisos de pago, para lograr esto podemos seguir los siguientes objetivos:
  - Tener una financiación adecuada de la inversión en activos fijos.
  - Contar con un equilibrio entre cobros y pagos a corto plazo para evitar dificultades con el efectivo.

- Tener menos dinero invertido, por ejemplo se podría bajar el nivel de los inventarios, haciendo pedidos más pequeños con más frecuencia (si es que esto es posible); equipo que no sea de vital importancia o reducir el capital de trabajo.

- Aumentar la Utilidad antes de intereses y después de impuestos (UAIDI), ya sea por un recorte de gastos de operación o bien por un aumento en los ingresos que sea mayor a un aumento en los gastos.

Al aplicar algunas de las estrategias no solo se estará creando valor, sino que además se esta dando la posibilidad a la empresa de crecer. Cuando el resultado del EVA es positivo o satisfactorio, significa que la tasa de rendimiento es suficiente para dar a los accionistas una buena compensación por el riesgo que están asumiendo.

3.5 REGISTROS E INFORMACIÓN CONTABLE DEL EVA

El que el EVA está basado en datos reales y no en proyecciones, es una de sus virtudes. El EVA se puede definir como la utilidad neta de operaciones después de los impuestos ó utilidad antes de intereses y después de impuestos (UAIDI) menos el costo de capital.

El costo de la deuda es el interés de los préstamos de la compañía; ya que el interés es deducible, se utiliza la tasa después de impuestos.

Si usáramos únicamente el saldo final contable de la UAIDI se estaría subvalorando la verdadera utilidad económica (efectivo neto que nos queda después de cubrir todas las obligaciones de la empresa para que este sea regresado a los accionistas), porque la reglas contables consideran como gastos ordinarios, demasiados gastos que desde el punto de vista del accionista, deberían incluirse en el balance general como activos.

Stern Steward ha descubierto más de 120 "anomalías" contables, pero muchas de las compañías no necesitan más de unos cuantos ajustes para hacer que sus UAIDI sean más realistas.

La regla para hacer un ajuste es que sea material, es decir que tenga un efecto sobre el comportamiento de los directivos, que se entienda con facilidad y que tenga un efecto significativo sobre el valor de mercado de la empresa.

Algunos ajustes son: [8]

- Gastos de investigación.-

Contablemente los gastos de investigación se contabilizan como un gasto porque estos desembolsos no valdrían nada si la investigación no diera resultado; puesto que la empresa no recibiría beneficio alguno por haber usado ese dinero en la investigación. La contabilidad manda estos gastos al Estado de Resultados y los enfrenta al final a los ingresos del periodo. Los gastos de investigación deben considerarse como una inversión que generará utilidades futuras y deben de irse enfrentado de manera gradual.[9] Desde el punto de vista del EVA, los gastos de investigación se deben incluir

[8] Stern Joel M. y Shiely John S. con Ross Irwin, El desafío del EVA. Editorial Norma, 2002
[9] UNAM, Price Water House Coopers e IMEF, Valuación de empresas y creación de valor. Editorial Impresora Apolo, S.A. de C.V., 2002. Pág.: 90

en el balance general de la empresa y se amortizan en los años en los que se espera que estos gastos tengan un impacto. Sólo la carga de la amortización anual se incluye como un costo para calcular la UAIDI.

- Promoción y publicidad.-

Aplica la misma consideración que los gastos de investigación. Aunque estos tienen una vida más corta que los gastos de investigación, estos desembolsos también son una inversión que va creando valor a largo plazo.

- Formación y desarrollo de los empleados.-

Aplica la misma consideración que los gastos de investigación y promoción y publicidad.

- Provisiones

Si la provisión es demasiado grande, deprimirá artificialmente las utilidades; y si es demasiado modesta las hará parecer más grandes. Distorsionando los resultados de operación para un año en particular de una empresa.

- Inversiones no necesarias para la operación del negocio.-

Las inversiones financieras, en inmuebles y otras que no corresponden a la operación del negocio deben separarse para aislar su impacto sobre el rendimiento económico. Podríamos calcular el rendimiento económico y el capital económico para cada una de

las inversiones por separado; y su cargo por capital y valor económico agregado dependerán del costo de capital para cada tipo de inversión.[10]

[10] J. Sabal. Valor Económico Agregado, 1999. Internet: http://servicios.iesa.edu.ve/Profesores/JSabal/clases