

Valoración de empresas y valor económico agregado

Por:

Gabriel Jaime Restrepo Gaviria

Introducción

El tema del Valor Económico Agregado "EVA" ha culminado su fase experimental comenzada a principios de los años 80 y su uso, aunque todavía en etapa de infancia, es cada vez más popular, sobre todo en los Estados Unidos, país donde ha gozado de la mayor dedicación académica.

En Colombia ya algunas empresas han comenzado a experimentar con esta importante herramienta y por lo que dejan entrever los comentarios de prensa al respecto, los resultados han sido muy favorables. Sin embargo, la atención que el tema se merece no ha sido la que los académicos y consultores esperaban que se diera, tal vez porque la ilustración sobre este concepto que no ha ido más allá de su descripción sin profundizar en los aspectos técnicos que deben ser considerados en su cálculo e implementación, tal vez porque nuestra cultura empresarial impide percibir la utilidad de su aplicación.

La mayoría de las grandes empresas colombianas destruyen el valor que les ha sido confiado por sus accionistas. ¿Cómo puede pasar esto? Simplemente, porque el costo de los recursos que se emplea para mantener andando el negocio puede ser mayor que las utilidades que produce.

Los siguientes planteamientos corresponden a un comentario sobre el documento publicado por la Revista Dinero.

Esta metodología supone que el éxito empresarial está directamente relacionado con la generación de valor económico, que se calcula, restando a las utilidades operativas de la empresa, el costo financiero que implicó y la utilización de los activos que se requirieron para producir dichas utilidades.

La razón de ser de este indicador, que también se denomina "Ganancia Económica", se soporta en el argumento que sugiere que los recursos empleados por una empresa o unidad estratégica deben producir una rentabilidad superior a su costo, pues de no ser así, sería preferible trasladarlos a otra actividad.

Esto obliga a ir más allá de los tradicionales indicadores de crecimiento en utilidades e ingresos en la evaluación del desempeño financiero. Además, obliga a la presentación más clara de los balances en la que se pueda establecer la verdadera cantidad de recursos empleados por cada unidad de negocios en su proceso de generación de utilidades y flujo de caja.

Reemplazar actividades excesivamente costosas, manejo de cartera, buscar proveedores alternativos, separar los activos corrientes de los activos permanentes, o sea, separar la actividad operativa de la de inversiones.

La toma de decisiones puede ser influida por el tipo de medidas seleccionadas para medir el desempeño.

Empresas enfocadas hacia el uso de indicadores como la utilidad del último año, el margen de utilidad o el crecimiento de ingresos, pueden desarrollar un punto de vista miope e ignorar oportunidades que ofrece la administración del balance general, tales como la racionalización del capital de trabajo o la eficiencia en el uso de la capacidad instalada. La evaluación de dichas oportunidades sólo puede basarse en el uso de indicadores apoyados en el concepto del valor.

Para transformar el Balance Contable en uno económico, debe existir necesariamente el compromiso de la alta gerencia. Lo importante son los flujos de capital y no las utilidades, pues garantizan la permanencia de la empresa en el tiempo. Anteriormente el crecimiento de las empresas estuvo basado en generación interna de fondos y en el aporte de los accionistas.

Las fallas anotadas a la rentabilidad sobre el patrimonio son comunes a la rentabilidad sobre los activos totales, se usan como sinónimo de inversión (retorno sobre la inversión = ROI). El indicador ROI es el más comúnmente usado por las grandes empresas norteamericanas.

Utilidades netas sobre el valor de los activos, es una medida no confiable con un numerador incierto y con un denominador pleno de defectos en el procedimiento contable.

Suponer que se crea valor al accionista si la ROI es mayor que el costo de capital, es aceptar que el retorno sobre la inversión es equivalente al costo de capital como medida. Sin embargo, el costo de capital, al igual que la tasa mínima atractiva de retorno, es una medida económica. Mientras que la ROI es una medida contable, entonces los dos no pueden ser comparables.

La empresa "EXITOSA" tiene que producir efectivo para satisfacer sus deudas, para generar el retorno esperado de los accionistas, para pagar a los proveedores y la nómina, para renovar sus equipos, para soportar su crecimiento y para colocar en el mercado el mejor producto al menor precio. Esto se alcanza si el efectivo producido a lo largo de la vida útil mide el éxito de un proyecto o empresa y las técnicas de descuento permiten comparar pesos de diferentes años.

La medición económica del retorno, con técnicas de descuento depende sólo de la generación de efectivo que se proyecte hacia adelante, en tanto que la medición contable incorpora hechos pasados, ya que puede contener efectos de activos que no estén totalmente depreciados.

Medir la empresa contablemente a través de indicadores es mirar en un corto plazo el desempeño de los gerentes y de la empresa y también se utiliza para medir el valor de la empresa. Maximizar el retorno de los

accionistas debe ser la primera labor de la gerencia y se logra a través del reparto de dividendos y valorización de las acciones en el mercado. En todas las medidas de rentabilidad aparece la utilidad neta. La contabilidad es apenas una aproximación a los resultados de una empresa.

La utilidad depende de:

- Método de evaluación de los inventarios.
- Política de depreciación.
- Dejar gastos activados.
- Forma de hacer provisiones. Se puede manipular en el corto plazo.
- Inflación.
- El nivel de inversiones operativas queda registrado en las variaciones de cuentas de balance y no en el estado de resultados.
- El riesgo envuelto en la operación de la firma, las utilidades proyectadas no involucran el riesgo.

Una empresa tiene dos riesgos:

Uno financiero y otro, la naturaleza misma del negocio.

- Estructura de capital, tampoco es tenido encuentra en la utilidad neta.
- La contabilidad ignora el costo de oportunidad del patrimonio.
- La contabilidad no sabe del valor del dinero en el tiempo.

- La utilidad neta tampoco nos dice lo que la empresa está planeando hacia el futuro.

Conclusiones

- Lo único que crea valor en la inversión de los accionistas es la generación de efectivo, no las convenciones contables.
- La tarea de la gerencia es correlacionar la inversión de hoy con la magnitud y la ubicación en el tiempo del flujo de efectivo en exceso a lo invertido por ellos.
- Inclusión de flujos de fondos como estados financieros estándar.
- Consideración de la capacidad de agregar valor a los accionistas en la remuneración y evaluación de los gerentes.
- El valor de las acciones calculado antes sobre las ganancias por acción, se estima cada vez con mayor frecuencia a través de métodos de descuento de flujos de fondos proyectados.
- En la década de los 90 se está volviendo, sin duda, a la medición de eficiencias con base en la utilización de medidas económicas y no contables, como son los flujos de efectivo descontados.

* **Gabriel Jaime Restrepo Gaviria**

- Economista Industrial Universidad de Medellín.
- Especialista en Finanzas Universidad EAFIT.

- Profesor de cátedra de la Gerencia del Valor en Posgrados de las Universidades: Pontificia Bolivariana y CEIPA Universidad la Gran Colombia.
- Asesor Financiero de varias empresas de la Gerencia del Valor.