

**VALORACIÓN DE EMPRESAS, UN TEMA FINANCIERO  
INELUDIBLE  
MIGUEL ÁNGEL RODRÍGUEZ VALBUENA\***

**RESUMEN**

La valoración de Empresas es un tema de actualidad, no solamente por que se estén ofreciendo infinidad de empresas en venta que requieren ser valorizadas, sino porque es un instrumento financiero actualizador, indicador y proyectivo en la selección, evaluación y diagnóstico, dentro del contexto del análisis continuo que debe realizar toda entidad en vía a la toma de decisiones.

Las técnicas de valoración que de ordinario y desde hace mucho tiempo se han utilizado en otros países, están siendo investigadas y aplicadas poco a poco en el nuestro, agregando algunos ingredientes importantes y modernos que están sirviendo y auxiliando oportunamente las repercusiones negativas que ha traído la recesión económica del momento.

El valor bursátil, relación precio y flujo de caja operacional y el VEA (Valor Económico Agregado), son sin lugar a duda las tres (3) técnicas más representativas que van a ser resumidas en éste artículo, resultado parcial del proyecto de investigación denominado Valoración de Empresas y en el que he oficiado como director de los alumnos coinvestigadores Diana Jeréz, Luz Nohelia Castro, Jorge J. Calderón y Carlos Jiménez.

---

\*Contador Público, Pontificia Universidad Javeriana.  
Postgrado en Auditoría de Sistemas, Universidad Antonio Nariño.  
Postgrado en Finanzas, Universidad Externado de Colombia.  
Docente Investigador, Escuela de Administración de Negocios EAN.  
E-mail: investigaciones@ean.edu.co

**INTRODUCCIÓN**

En el ambiente financiero se respiran actualmente aires de inquietud y desasosiego porque se ha incubado el virus del valor agregado y de creación de valor. Definitivamente ésta es una epidemia con sintomatología vitalicia. Sin embargo, de un tiempo para acá ha venido despertando interés en el medio financiero para estudiarlo y aplicarlo no solo para curar, sino para ser utilizado como vacuna o antídoto.

Aunque el problema es muy simple, desafortunadamente, a veces lo más sencillo, tiene en la práctica inmensa complejidad. Por ejemplo, si usted está vendiendo su empresa o usted pretende ser un inversionista en cualquier sector o ambiciona hacer algún negocio, lo mínimo que espera de su "riesgo" o inversión, es que ésta produzca más que el costo en que usted incurrió para obtener el dinero que invirtió. Si no es así, usted tiene una gran dificultad: está destruyendo o acabando valor.

En otro artículo publicado el 18 de mayo en la misma revista, algunos autores muestran cómo tan solo 35 de las 260 empresas más grandes de nuestro país generan valor para sus accionistas, mientras 225 de las cuales la mayoría obtienen utilidades, están lejos de generar valor para los inversionistas que, confiados, han creído en ellas. En la Gráfica No. 1 se muestra una estadística cuyas fuentes son tomadas de información suministrada por la Supervalores, Superbancaria, Cámara de Comercio y Fasecolda, que ilustran el fenómeno descrito.

Con el fin de dar ejemplos concretos he extractado del estudio, cinco (5) empresas conocidas en nuestro medio que destruyen valor a pesar de generar utilidades. Estos datos se muestran en la Gráfica No. 2.

Con base en las cifras observadas, valdría la pena aquí interrogarse sobre, al menos, dos aseveraciones que tienen incidencia en la vida económica

**TABLA No.1  
DE LAS 260 EMPRESAS COLOMBIANAS**

	1.996	1.997
	En Millones US\$	
Utilidad	3.449	3.667
Patrimonio	49.991	53.445
Generación Valor	-4.022	-4.227
Retorno Patrimonio (%)	6,90	6,86
Costo real de capital (%)	14,94	14,77

Este fenómeno está ocurriendo desde hace mucho tiempo en nuestro país; según las estadísticas publicadas por varias revistas económicas, que coinciden en las cifras afortunadamente, las 296 empresas más grandes de Colombia están acabando con la inversión que hicieron sus dueños llámeseles socios o accionistas. En términos de pesos, en los tres últimos años estas empresas han acumulado 16 billones de pesos como pérdida de valor agregado. Según el artículo denominado "a crear valor" de mayo de 1.999, publicado en la revista Dinero, tan solo en 1.998 las 296 empresas analizadas destruyeron valor por 10.2 billones, 5.8 billones correspondientes al sector privado y 4.4 al sector público.

del país: la una, sobre las ventajas de la privatización y la otra sobre la capacidad empresarial de algunos de nuestros industriales:

☛ ¿Ha valido la pena la privatización parcial por capitalización de la Empresa de Energía Eléctrica de Bogotá?.

☛ ¿Será cierto que los resultados arrojados por el Grupo Ardilla Lulle, le den la suficiente credibilidad para que el Dr. Ardilla Lulle fuera considerado el industrial del siglo XX?.

Estos dos interrogantes motivaron mi curiosidad para emprender la investigación, de la cual extracto algunas reflexiones parciales.

TABLA No.2

	Utilidad Millones de Pesos	Destrucción de Valor	Costo Real del Capital %	Retribución al Patrimonio %
Ecopetrol	274.904	146.012	15.58	10.17
Avianca	13.246	4.495	18.88	14.09
Postobón	50.643	155.677	14.68	3.60
Bavaria	315.783	309.873	17.79	8.98
E.E.E.B	<118.856>	526.533	11.98	<3.49>

### ¿POR QUÉ Y PARA QUÉ VALORAR LAS EMPRESAS?

La gestión o quehacer financiero exige, que se proceda a valorar de alguna manera la situación del patrimonio de una empresa, sin ignorar que el valor de la misma, es la resultante de una serie de factores que se interceptan e interactúan y que los beneficios o pérdidas adicionales afectan de manera contundente el precio que un comprador potencial estaría dispuesto a pagar por ella.

Una de las razones evidentes, es que se requiera establecer la actualización de los valores contablemente históricos, por solicitudes de tipo interno, como son la necesidad de que los socios y propietarios conozcan su verdadera participación dentro del negocio, en casos normales, y con más urgencia cuando se presentan dificultades de orden legal, como cuando alguno desee retirarse por sucesión o por proyecciones futuras de carácter financiero o quizá por capitalización.

En el párrafo anterior, se ofrecen razones de carácter interno, porque la valoración es en este caso, únicamente del interés local, es decir, para las personas que conforman la compañía.

Cuando se hace necesario valorar a la empresa por premura o por oportunidad, entonces se debe exhibir o comprobar su valor externamente.

Podemos decir que por manejo y estrategia de orden interno, las razones que motivan la valoración en una empresa son:

☒ Conocimiento del verdadero valor del patrimonio.

☒ Conocimiento de la capacidad de endeudamiento de las empresas en términos actuales, con proyección a recapitalizar la empresa sobre una base de horizonte cierto.

☒ Por razones de orden legal.

☒ Con ocasión de herencias o retiro de alguno de los socios.

Cuando se intenta valorar por razones externas, se pueden considerar las siguientes posibilidades:

☒ Venta de la empresa.

☒ Fusión con otra u otras empresas.

☒ Absorción.

☒ Posibilidad de participación en otras empresas.

☒ Implicación o recapitalización por medios externos.

Cuando se analizan estas situaciones de orden externo, se pueden añadir algunos motivos de orden financiero que explican la tendencia de las empresas a cambiar de posición en relación con otras, para fusionarse o ampliarse, etc., con el propósito de:

1. Adquirir factores de calidad, de conocimiento o de tecnología de la otra empresa.

2. Eliminar la competencia.

3. Hacer inversiones de capital excedente consiguiendo no solo rentabilidad, sino, simultáneamente posicionamiento.

4. Acortar caminos, al adquirir empresas que están en completa marcha o funcionamiento.

5. Optimizar la rentabilidad al unir recursos financieros, tecnológicos y de experiencia, por efecto de sinergia (sumatoria de dos o más esfuerzos para aumentar rentabilidad).

Cuando la razón no es otra que la venta de la empresa, van a existir otros motivos tales como:

1. Ausencia de capital de trabajo.
2. Carencia de capacidad de administración que impide el desarrollo de la compañía.
3. Descapitalización de la empresa con ausencia de posibilidades de los dueños para recapitalizarla.
4. Transmisión a valor presente del esfuerzo aportado a través de los años y que posiblemente se quiera recuperar ahora, por cansancio o falta de sucesión administrativa.
5. Reacción ante una oferta de compra eventual o sorpresiva.

Muchas veces también surgen motivaciones correlacionadas de compra y venta que se derivarán de beneficios compartidos; pero se hace necesario sacar aquellas que solo obedecen a fines puramente especulativos.

En Colombia, a pesar de la importancia del tema y del sinnúmero de razones que identifican la realidad económica actual con las situaciones descritas en los párrafos anteriores, se hacen muchas veces negocios que solo obedecen a:

- ☛ Lanzarse a la aventura, sin mucho conocimiento.
- ☛ Contratar expertos externos para conseguir el propósito.
- ☛ Guiarse por instinto u olfato, motivados en muchas ocasiones, por experiencias similares.

☛ Fijar todo el impulso o la decisión, en los resultados especulativos de las bolsas de valores, cuando las empresas en negociación se cotizan en bolsa.

☛ Muy seguramente, en los pasados cinco años, para aprovechar la bonanza de la droga, con la única intención de lavar dólares sin que fuera muy importante el resultado financiero real, producto de la operación.

### ¿CÓMO SE VALORAN LAS EMPRESAS?, ¿CUANTO VALE UNA EMPRESA?

- Inicialmente representa lo que personas externas estarían dispuestas a pagar por ella.

- También lo que ella misma representa para sus socios en una fecha dada.

- Además, lo que representan los beneficios adicionales, que se podrían lograr como complemento a sus operaciones.

- Finalmente, lo que se podría conseguir a través de ejercer control sobre otras empresas.

#### Técnicas

No podríamos sostenernos mas tiempo con lo escrito en el Decreto 2649 de 1.993, que exigía legalmente la simple valoración, basada en lo que reflejaran los activos, el valor de realización o el valor presente, según las circunstancias:

#### **Valor Actual o Costo de Reposición**

Solo indica cuanto habría que pagar, para adquirir los activos en el mismo estado en que se encuentran.

#### **El Valor de Realización**

Resulta de restar al precio de venta, los costos, gastos e impuestos en que se incurriría para convertir el bien en efectivo.

En las dos técnicas anteriores se descuentan factores tan importantes, como son los intangibles y no se hacen proyecciones que pretendan incluir resultados futuros del negocio.

Estas razones, motivaron a realizar investigación más profunda en las tres metodologías que se explican a continuación:

### **Relación Precio y Flujo Libre de Caja**

El fundamento de esta técnica, se basa en que una empresa tiene sentido financiero, y en consecuencia, valor en la medida en que sea capaz de generar un flujo efectivo libre y en la medida en que está disponible para sus propietarios. Esto manifiesta una relación de capacidad de la empresa de conjunto, no solo para generar utilidades, sino principalmente para generar flujos de efectivo positivo.

La valoración por flujo de caja:

- ☒ Ofrece flexibilidad para cuantificar eventos y condiciones futuras.
- ☒ Determina el valor con base en el efectivo disponible al inversionista.
- ☒ Valora el efecto de distintos supuestos económicos y operativos.
- ☒ Se basa en información objetiva y en la aplicación de formulas matemáticas financieras.

### Metodología que Utiliza el Flujo de Caja Libre

a. Se establecen objetivos. (Se contestan los siguientes interrogantes:)

- ¿Qué se está valorando?.
- ¿Para quién es la valoración?.
- ¿A quién afectan los resultados?.
- ¿Qué tiempo se tiene para la valoración?.

b. Tiempo de Pronóstico. (Se contestan los siguientes interrogantes:)

- ¿Que confiabilidad tienen las fuentes de información?.



- ¿Se han incorporado todos los procesos de la empresa? .

- ¿Se ha capturado completo el ciclo económico de las operaciones?.

- ¿El tiempo de pronóstico cubre hasta cuando la empresa haya logrado un crecimiento estable?.

c. Cálculo del Costo Promedio de Capital.

- Conviértase los flujos futuros en valor presente a una tasa de descuento determinada.

- El cálculo anterior debe hacerse después de impuestos.

- Deben usarse tasas nominales (Tasa Real más Inflación).

- Debe considerarse el riesgo sistemático.

d. Costo de Capital Patrimonial

- Es el rendimiento al cual los accionistas están dispuestos a mantener su inversión.

- Esta relacionado con el costo de oportunidad del inversionista.

- Para facilitar el cálculo se utiliza un modelo denominado de CAMP (Capital Asset Pricing Model), que se muestra en la Gráfica No. 1.

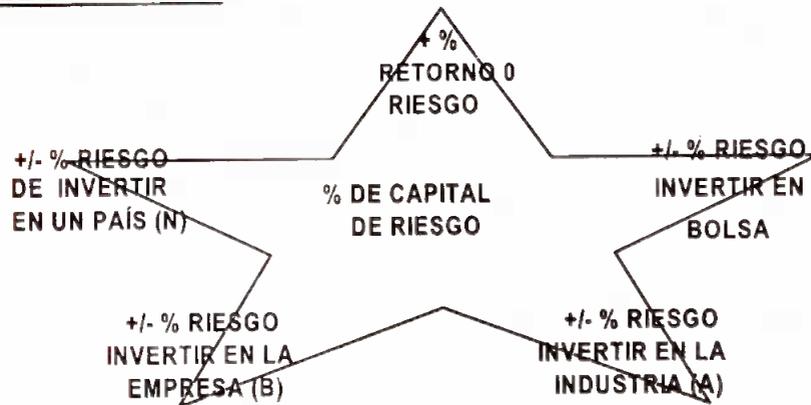
Supone que la tasa esperada por el accionista debe ser igual a la tasa libre de riesgo (la que se puede conseguir en el mercado financiero), mas una prima adicional que equivale al riesgo de una inversión con flujos menos predecibles.

e. Establecimiento del Valor Residual

Es el valor de la empresa en el año de corte o de proyección, y refleja los flujos posteriores al periodo de corte. La tasa que se utiliza es la misma que se usó para los flujos iniciales.

GRÁFICA No.1  
**METODOLOGÍA UTILIZANDO FLUJO DE CAJA LIBRE (F.C.L.)**

**MODELO DE CAMP**



$$\text{Valor Residual} = \frac{\text{Último Flujo de Caja}}{\text{Costo Promedio de Capital} - \text{Pocentaje de Crecimiento a Perpetuidad}}$$

Nota: Calculando este valor residual debe llevarse a valor presente, y el resultado nos daría el valor residual ubicado en un flujo de caja cero.

f. Valor Total de la Empresa

Como conclusión, puede definir que el valor de una empresa utilizando esta metodología se consigue a través de los siguientes factores:

- Se determina el valor presente de flujos de caja libre futuros de la empresa, utilizando la tasa de descuento = (V. P.) (Flujo de Caja Libre) (WACC)(Tasa de Descuento).
- Se le suma el valor presente del valor residual de la empresa = PV (VR).

- Se resta el valor en libros de la deuda = Vr. L. C x P

- Se le suman otras inversiones que no generan flujos de efectivo directamente (Inversiones Permanentes) = OI.

- Se restan otro tipo de contingencias que deberían tenerse en cuenta = C.

La fórmula para calcular el valor de la empresa sería:

$$(\text{VP}) \times (\text{FCL}) \times (\text{WACC}) + (\text{VP. Vr.R}) - (\text{Vr. L CxP}) + \text{OI} - \text{C}$$

g. Análisis de Sensibilidad o de Riesgo

En esta etapa, se hace necesario identificar los riesgos que se dan en el entorno macroeconómico del país, y algunos riesgos financieros que podrían modificar los puntos en la tasa de descuento u optimizar la estructura de capital. Me refiero

específicamente a:

- Tasas de interés.
- Tasas de interés del mercado.
- Tasas de Inflación.
- Tasas de devaluación.
- Volúmenes de producción.
- Índices de precios.

Como en todo análisis de sensibilidad o de riesgo, se establecen dos parámetros: uno pesimista, con relación al valor patrimonial de la empresa, y otro optimista. Se mantendrá sobriedad en cualquiera de las dos opciones, dándole la seriedad que requiere el cálculo bajo ambos parámetros.

Finalmente, se le aplica a todo el proceso anterior el porcentaje de probabilidad de ocurrencia y se analizan los resultados. Definitivamente se podrá tener una visión interpolada sobre una franja virtual de piso y techo.

La metodología ha utilizado los cinco estados financieros básicos, el entorno del mercado a través de las tasas de descuento y además a incorporado planes de inversión a corto y largo plazo, seguramente llevarán consigo estudios y planes de mercadeo que le dan a este método seguridad y la alternativa de ser una de las más completas para la valoración.

Sin embargo, la principal dificultad está dada en el cálculo acertado de la tasa de descuento a utilizar, sobre todo en período de crisis que a nivel macroeconómico se manifieste en el país de análisis. Por ejemplo: en nuestro país, en un solo año, hemos visto cambios tan bruscos, como en septiembre del año 1.998, con un DTF que casi alcanzaba el 40% y actualmente en mayo del 2.000, entre el 10 y 12%.

### **Valor Bursátil - Valor del Mercado**

Solamente se utiliza cuando las empresas están inscritas en la bolsa y tiene transacciones activas en la misma.

Existen factores que deben tenerse en cuenta porque inciden, especialmente en países como Colombia:

☛ Los precios bursátiles en nuestro medio no reflejan muchas veces la realidad económica.

☛ Los beneficios marginales que se pueden conseguir por el control que ejercen unas empresas sobre otras (sinergia), en muchas ocasiones hace que las transacciones en el mercado bursátil difieran de su precio real. Un ejemplo muy clásico en mi concepto es la transacción que realizó a principios de este año almacenes Éxito, cuando compró a Cadenalco S.A: En esta transacción se vio la influencia de la sinergia del grupo económico que compraba, pues en un solo día desvirtuó un valor de acción que bajo en 24 horas ostensiblemente.

☛ El precio de la bolsa de valores ordinariamente incluye una prima sobre la última cotización bursátil (Se obtiene al multiplicar el precio de cotización de la acción por el número de acciones de la empresa en el mercado de valores).

☛ Para poder entender esta metodología, es necesario tener muy en claro la diferencia de tres términos similares, pero de contenido muy diferente, el valor bursátil de la acción definido anteriormente, el valor contable de la acción y el valor del mercado.

☛ Valor contable de la acción: se obtiene de dividir el valor patrimonial entre el número de acciones. Su fuente de información está dada en los datos contables de la empresa.

☛ El valor del mercado: Según el valor y la cotización que asigna el mercado de valores, se presupone una competencia perfecta (muchos oferentes y muchos demandantes).

Su relación con el valor bursátil se puede apreciar en la Gráfica No. 2.

Existen dos modelos usuales para aplicar la metodología de valor bursátil, el modelo de Gordon y el modelo de Ratio Per.

**MODELO DE GORDON**

En principio el valor de mercado de una empresa estaría dado por su capitalización bursátil, es decir, el resultado de multiplicar su precio del mercado por el número de acciones emitidas. Esto daría ante una decisión de adquirir una empresa la opción de estar sobre valorada o subvaluada; por lo tanto debe tenerse en cuenta su precio intrínseco teórico.

Este precio intrínseco teórico no es más que el valor del activo financiero cualquiera que sea, actualizado por los flujos de caja que promete proporcionar en el futuro, por lo tanto, como las acciones son activos financieros, pueden ser valoradas en función de flujos libres de caja.

El modelo de Gordon, valora el precio intrínseco de las acciones determinando el valor teórico de una acción en función del valor actual de sus dividendos futuros.

Cuando se va a adquirir una acción de una empresa se debe calcular el Valor Actual Neto - VAN - de la inversión, y verificar si es rentable comprarla (VAN>0), o no (VAN<0), pero para obtener el VAN hace falta conocer el precio teórico de la acción (Po), lo cual implica saber cuanto tiempo se va a mantener la inversión.

Suponiendo que se mantendrá durante un año, al final del cual se recibirá el dividendo anual al que tiene derecho (D) y se venderá el título cobrando el precio de venta, que será el precio de mercado de ese momento (P). Además se considera, que el rendimiento apropiado para una inversión semejante en plazo y riesgo a esta empresa es K, con estos datos se puede calcular el valor teórico de dicha acción:

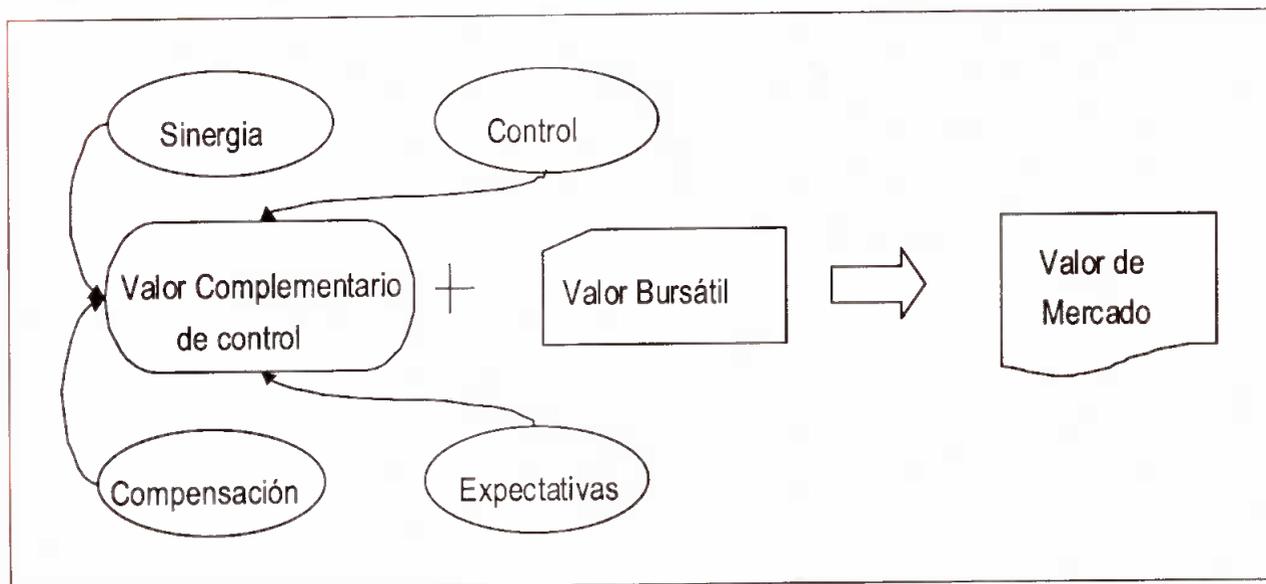
$$P_0 = \frac{D_1 + P_1}{(1 + K)}$$

No es fácil conocer el dividendo que se va recibir dentro de un año, aunque es posible estimarlo en función del pasado de la marcha de la empresa.

No ocurre lo mismo con el precio del mercado de una acción, transcurrido un año desde su adquisición. Pero si el mercado funciona, y es bastante eficiente el precio dentro de un año coincidirá con el valor teórico que en este momento tenga una acción, pues si aplica el mismo razonamiento, P1 dependerá de los dividendos futuros y de P2.

$$P_1 = \frac{D_2 + P_2}{(1 + K)}$$

**GRÁFICA No. 2**



Sustituyendo ahora el valor de P1 en la ecuación anterior se obtendrá que:

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+K)} + \frac{D_2 + P_2}{(1+K)}$$

Si se continua el razonamiento con P2 de la misma manera, se calculará su valor en función de P3 y éste, a su vez, será función de P4, etc. En resumen, el valor del precio teórico de una empresa hoy día vendrá expresado por la ecuación siguiente:

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+K)} + \frac{D_2}{(1+K)^2} + \frac{D_3}{(1+K)^3} + \sum_{i=1}^{\infty} \frac{D_i}{(1+K)^i}$$

El precio teórico de una acción depende de los dividendos futuros que es capaz de proporcionar.

El problema de tener que estimar infinitos dividendos futuros, se puede solucionar sabiendo que los dividendos crecen a una tasa promedio anual y acumulativo.

Si se estima una tasa promedio de crecimiento anual acumulativo (g), hasta el infinito, se podrá calcular todos los dividendos futuros en función del dividendo que se repartirá al final del primer año. Es decir, el dividendo esperado al final del cuarto año (D4) será igual a:

$$D_4 = D_1 \times (1+G)^3$$

Si se calcula el valor teórico de la acción en función del dividendo esperado al final del primer año (D1) y de la tasa promedio de crecimiento anual y acumulativo (g), se obtendrá el denominado modelo Gordon:

$$\frac{D_1}{(1+K)} + \frac{D_1(1+g)}{(1+K)^2} + \frac{D_1(1+g)^2}{(1+K)^3} + \dots$$

$$\sum_{i=1}^{\infty} \frac{D_1 (1+g)^{i-1}}{(1+K)^i}$$

$$\frac{D_1}{K-g}$$

Lo que equivale a decir, que el precio teórico o intrínseco será igual a dividir el dividendo que se espera al término del primer año, por la diferencia entre el tipo de descuento (K) y la tasa de crecimiento acumulativa de los dividendos (G).

El modelo de Gordon se puede generalizar para cualquier periodo; es decir, dados los parámetros anteriores, el precio teórico de una acción en el año n (Pn) será igual a:

$$P_n = \frac{D_{n+1}}{K-g}$$

El valor actual neto - VAN - de una inversión en acciones, de una empresa que tuviere dividendos crecientes, se calcularía como siempre, es decir, restándole al precio teórico, el precio del mercado.

$$VAN = P_0 - P_m$$

La Tasa interna de Retorno - TIR - se calculará según la expresión siguiente:

$$R = \frac{D_1}{P} + g$$

P, es el precio de mercado del título, que podrá coincidir o no con el precio teórico, P<sub>0</sub>: si coinciden, r = k<sup>1</sup>.

#### Limitaciones al Modelo de Gordon

- ❖ Tiene dificultad para aplicarse en empresas que pagan rendimientos pequeños o no pagan.
- ❖ No considera variables importantes que afectan la corriente de dividendos.
- ❖ Los criterios diferentes de analistas pueden distorsionar y generar diversas valoraciones para un mismo título. Existe dificultad para estimar la tasa de crecimiento de los dividendos, así como la de rendimiento requerida.

<sup>1</sup> Diario Oficial. Guía - Control Fiscal al Proceso de Privatización. Marzo 25 de 1999, pp. 11-22.

**MÉTODO DE VALORACIÓN USANDO LA RATIO PER**

Tiene su origen en el supuesto de que el valor de una empresa está dado por la Capitalización que experimentan las acciones en el mercado. El indicador PER, representa el número de veces que el precio de una acción contiene el beneficio, y está dado por el siguiente arreglo matemático:

$$PER = \frac{P}{BPA}$$

El PER muestra las expectativas de crecimiento de los beneficios que los inversionistas creen que tiene una empresa; La formulación del valor intrínseco a partir del PER es el siguiente:

$$P_0 = BPA \times PER$$

El método indica una medida normalizada para comparar precios; establece lo que el mercado paga por cada peso de beneficio de una acción. Puede parecer contradictoria esta expresión, pues incluye el precio dentro de su definición, pero esto obedece a razones particulares y prácticas.

**METODOLOGÍA DE VALOR ECONÓMICO AGREGADO - VEA -**

Qué es el valor Económico Agregado?

Es la estimación de la utilidad económica después de restarle el costo por los activos netos empleados para producirla. Además es una herramienta de gestión adecuada para trazar metas, tomar decisiones, cuantificar resultados.

Últimamente se está utilizando de una manera muy práctica para evaluar la gestión de los ejecutivos y empleados, es decir, como medida de desempeño.



**MODO EN QUE LAS EMPRESAS UTILIZAN EL VEA<sup>2</sup>**

***Dirección Estratégica***

IBM, aplicó el valor económico agregado para evaluar los planes estratégicos para mercados latinoamericanos clave, tales como: México, Brasil y Argentina.

***Adquisiciones***

En una de las mayores adquisiciones de los años recientes, AT y T utilizó métodos del VEA para decidir sobre su compra de McCaw Cellular por un valor de 12.600 millones de Dólares.

***Mejoras Operativas***

Harnischfeger utiliza el valor económico agregado para tomar decisiones con respecto a fuentes de abastecimiento para producción y cuentas por cobrar, así como para manejo de inventario

***Discontinuidad de Línea de Productos***

El valor económico agregado ayudó a Coca Cola Company a identificar y vender empresas que no recuperaban su costo de capital.

***Énfasis en el Capital de Trabajo***

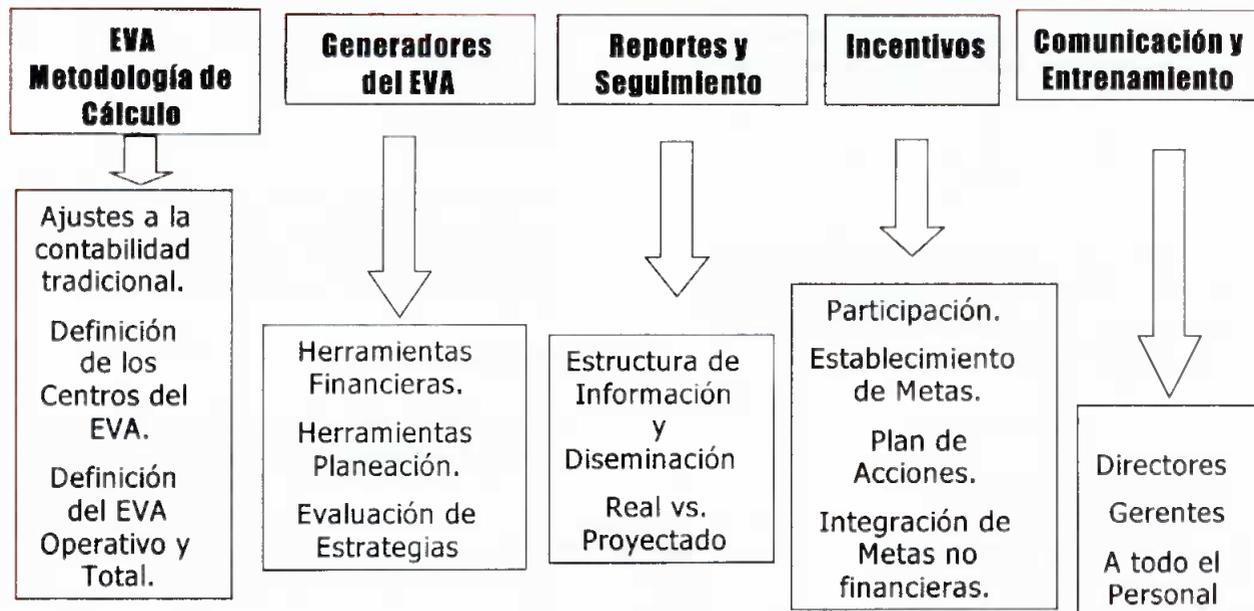
QUAKER OATS utilizó el VEA para contabilizar la gran cantidad de dólares empleada en inventarios, en materiales de empaque y bienes acabados.

***Énfasis en el Costo de Capital***

Dow Chemical utilizó el VEA para arrojar luz sobre el costo que tiene manejar sus negocios y generar una utilidad económica positiva.

<sup>2</sup> Revista INCAE, Vol. 11. No. 1 de 1998.

GRÁFICA No.1  
EL EVA DE PUNTA A PUNTA



**Compensación de Incentivos**

En Transamérica, el 100% de las bonificaciones anuales para el jefe ejecutivo y el jefe financiero se basan en el VEA

**CÁLCULO DEL VEA**

En términos muy simples el VEA no es más que restar de la utilidad operativa después de impuestos, el costo del capital empleado en generar esa utilidad.

El VEA puede calcularse o para unidades empresariales o para toda la empresa.

En Coca Cola Company donde el VEA se está utilizando para la toma de decisiones y la evaluación del desempeño en todos los niveles, los ajustes se hacen para eliminar factores sobre los cuales los gerentes de operaciones tienen poco o ningún control.

**¿Por qué Utilizar el Valor Económico Agregado?**

- Evita las distorsiones contables.
- Incluye inversiones permanentes y capital de trabajo.
- Juzga si las expectativas se justifican.
- Compara el atractivo de cada empresa, de sus diferentes divisiones y unidades de negocio.
- Mide el efecto de las estrategias de la gestión de la misma manera que los inversionistas.

Finalmente en Febrero de 1.999, la Revista SEMANA aprovechando que el creador del VEA estaba en Colombia, publicó una entrevista de la cual deseo extraer algunas preguntas y respuestas que complementan el tema de boca del autor de esta técnica:

*Qué significa el Concepto de VEA?*

R: Bennette Stewart

"El concepto de VEA abarca realmente dos cosas: por una parte es una manera más acertada de medir los resultados de una compañía.

El VEA es una medida de la utilidad real después de deducir todos los costos que implica la operación de un negocio, incluido el costo de utilizar el capital aportado por los accionistas.

El VEA es una medida que elimina algunas distorsiones que pueden impulsar a los ejecutivos a tomar decisiones absurdas para mejorar las cifras contables. Un caso clásico es el del gasto en investigación y desarrollo que en la contabilidad tradicional se carga como un gasto, pero realmente es una inversión en el futuro. Bajo el sistema VEA se le considera una inversión y por lo tanto motiva a los ejecutivos a destinar recursos a la investigación, si piensan que estos traerán beneficios en el largo plazo y al mismo tiempo se les hace responsables de que estos beneficios se materialicen... su principio fundamental es lograr que los ejecutivos y empleados piensen, actúen, y sean remunerados como si fueran propietarios del negocio".

*¿Cómo se calcula el VEA?*

R: Bennette Stewart

"El VEA es realmente una definición diferente de las utilidades de una compañía. Para construirla se parte de las ventas, medida del efectivo que ingresa a la empresa por concepto de la venta de productos y servicios, y a estas se le restan los gastos incurridos en la operación, incluidos los impuestos que se deben pagar sobre las utilidades operacionales. Este ejercicio nos da una medida que llamamos Nopat (siglas en inglés de utilidad operacional neta después de impuestos). Esta cifra, aunque es una medida de las utilidades de la operación, ignora un costo importante que es el costo de financiar el capital que utiliza la empresa. Entonces se toma un promedio ponderado del costo de la deuda y del capital y lo multiplicamos por el capital total (deuda y patrimonio) que hay en el balance. El VEA es el resultado de restarle este cargo de capital al Nopat.

Así pues, el VEA es una medida de la utilidad operacional después de impuestos y del costo del capital".

*¿Cómo implementa una empresa un sistema de gestión basado en el VEA?*

R: Bennette Stewart

"Usualmente la implementación se realiza en cuatro pasos. El primero es un proceso de familiarización. La plana directiva de la compañía tiene que entender qué es el VEA, a qué áreas se puede aplicar y cuales son sus beneficios. Entonces lo que hacemos es tomar un par de meses en este proceso de "educación", calculando el VEA histórico en conjunto con el equipo directivo y discutiendo los resultados. El segundo paso es integrar el VEA a los sistemas de gestión. El VEA se tiene que convertir en el "lenguaje" interno de la compañía. El presidente tiene que comenzar a exigir resultados en términos de VEA y todos los procesos de seguimiento, planeación y toma de decisiones deben formularse en términos del VEA. Hemos encontrado que la mejor manera de hacer que esto funcione es desarrollar casos que apliquen VEA a decisiones estratégicas y trabajarlos en conjunto con los ejecutivos. El tercero implica trabajar con el presidente o propietario y la junta directiva para estructurar un plan de bonificaciones basado en VEA que se ajuste a la cultura y a las características específicas de la empresa. Finalmente está la institucionalización del sistema VEA dentro de la compañía, lo cual se logra a través de mucho entrenamiento y difusión".

## CONCLUSIONES

Las anteriores medidas de desempeño de los ejecutivos, las anteriores herramientas financieras, para medir generación de utilidades, mejoras operativas, el énfasis en el costo de capital y en términos generales, la evaluación financiera actual, está enrutada en este momento a la utilización de flujos de caja y a la profundización de valor agregado.

El concepto absolutamente contable para opinar sobre gestión financiera o para expresarse en términos de la situación económica de las compañías ha variado considerablemente favorecien-

do las técnicas que en un tiempo solo se utilizaron para valorar empresas en proceso de venta, fusión o liquidación, etc. Las metodologías de valoración, de todas formas se han agrupado en tres grandes grupos, que podíamos sintetizar en Contables, Valor Bursátil o de mercado y Las de Flujos de Caja. A pesar de que el VEA se podría consolidar en esta última aunque no se basa en flujos de caja, utiliza el mismo principio en que se basan éstas. Todos estos conceptos que eran ya conocidos en el análisis e interpretación de la información contable se han ampliado de tal forma que muestran un estiramiento de buen uso provechoso para las personas interesadas, que entre otras cosas son muchas en los resultados, gestión y administración de las empresas.

### BIBLIOGRAFÍA

ÁLVAREZ BEJARANO, Juan Jaime. Valoración de Empresas. Guía de Clase, Especialización en Gerencia Financiera, Universidad Jorge Tadeo Lozano, 1999.

CABALIER MELLADO, Vicente. Métodos de Valoración de Empresas. Ediciones Pirámide S.A., 1994.

Comisión Nacional de Valores. Valoración de Empresas: Un marco Teórico para su Realización, 1985.

COPELANA, Tom. La Gerencia Basada en Valor como Herramienta de Gestión. McKinsy And Co. Inc., 1998.

Diario Oficial. Edición Extraordinaria, Guía de Control Fiscal al Proceso de Privatización. Jueves 25 de Marzo de 1999, pp. 11-22.

GUNTER, Jaensch. Valoración de la Empresa. Editorial Gustavo Gili S.A., Barcelona. 1989.

Portafolio. El EVA, Indicador de Valor Económico. Lunes 05 de Enero de 1999

Revista Dinero. A crear Valor. Mayo 07 de 1999.

Revista Dinero. El EVA del Banco Central, Mayo 1998.

Revista Dinero. Ojo a los Balances, Mayo 18 de 1998.

Revista INCAE. Creación de Valor Mediante EVA, Mito o Realidad. Vol. XI, No.1.1998.

Revista Oficina Eficiente. Gestión. No. 51, Enero - Febrero 1993.

Revista Semana. En Busca de la Utilidad Real, Febrero 1.999.