

MEDICION DE LA CREACIÓN DE VALOR ECONOMICO EN LA EMPRESA

Alberto Calva-Mercado

Director General de Acus Consultores, S.C.
www.acus.com.mx // acalva@prodigy.net.mx

¿Qué es creación de valor económico en la empresa? ¿Para qué queremos medirlo? ¿Cómo podemos medirlo? ¿Por qué debo pedir a cada unidad de negocios en la empresa que genere valor económico? ¿Por qué los ejecutivos de una empresa y los empresarios deben cuidar que todas las actividades generen valor económico?

Objetivo

El objetivo de un proceso de medición de creación de valor económico en la empresa es:

- a) asegurar que la utilidad o riqueza generada en la empresa es lo suficientemente grande para cubrir el costo de todas las fuentes de financiamiento de los recursos invertidos en el negocio.
- b) dotar de un medidor a la alta dirección, a la gerencia y a todos los niveles de la organización para asegurar que todas las áreas y unidades de negocio ayudan a la creación de valor de la empresa.
- c) apoyar el desarrollo de esquemas de compensación ejecutiva, donde se busca ligar el bono de los ejecutivos con el desempeño de la empresa. En otras palabras, se busca que "la zanahoria" del ejecutivo sea exactamente aquello que le interesa al accionista, es decir, la creación de valor en la empresa que debe llevar al incremento en el precio de la acción.

Los elementos básicos

Para medir la creación de valor en la empresa se parte de tres conceptos básicos:

- Capital empleado
- Costo de capital
- Utilidad neta de operación después de impuestos

Con estos tres elementos se busca llegar a lo que se conoce como “utilidad económica” (*economic profit = EP*). También se le conoce a la utilidad económica como EVA (Economic Value Added) ó VEA (Valor Económico Agregado). Tanto EVA como VEA son marcas registradas por la firma neoyorquina Stern Stewart.

Capital empleado

El capital empleado (CE) se define como el activo total (AT) menos los pasivos sin costo explícito (PSCE).

El concepto de capital empleado parte de dos ideas básicas. Por un lado, cualquier inversión en el activo implica un costo, ya que se está financiando, sea con fuentes externas (pasivo) o con recursos del accionista (capital contable). Ambos tienen un costo, y por lo tanto el activo debe de ser capaz de pagarlo. Por otro lado, podríamos decir que la utilidad debe ser capaz de pagar los costos de financiamiento del capital empleado más que del activo total, ya que el costo del pasivo sin costo explícito está incluido en el costo de ventas y/o en los gastos de operación que se restaron para llegar a la utilidad.

Al activo total se le resta el pasivo sin costo explícito, es decir, aquellos rubros del pasivo que no pagan un costo en forma explícita y/o fácilmente cuantificable. Se considera pasivo sin costo explícito, por ejemplo, las cuentas por pagar con proveedores y en general los gastos acumulados. El financiamiento con proveedores sí tiene un costo, al igual que cualquier fuente de financiamiento, pero este costo está normalmente incluido en el precio de compra del material o producto. Cuando se le pide crédito a un proveedor, éste incrementará los precios. Si esto no le fuera posible, entonces bajará la calidad, reducirá el servicio o simplemente empezará a buscar otro cliente que pague mejor. Todo esto implica un costo, real más no explícito. Si suponemos que en vez de financiarnos con proveedores lo hiciéramos con un préstamo bancario entonces la utilidad de operación debería ser mayor ya que el proveedor nos debería dar un mejor precio por el pronto pago, bajando con esto el costo o el gasto. Sin embargo, posteriormente tendríamos que restar a esta utilidad el costo financiero de los intereses, el cuál sí es un costo explícito. Los gastos acumulados, como pueden ser rentas por pagar, sueldos por pagar, impuestos por pagar, no pagan un costo al menos en principio o tienen un costo difícil de determinar.

El pasivo que sí tiene un costo explícito son aquellos por los que se paga algún tipo de interés y que por lo tanto se ve reflejado en el estado de resultados dentro del costo integral de financiamiento (CIF). Sin embargo, no implica que solo este pasivo le esté costando a la empresa.

Cabe comentar que el capital contable tampoco tiene un costo explícito, es decir, no se señala en forma clara el costo de cada fuente de financiamiento con recursos del accionista. Sin embargo, si tiene un costo real que para un análisis de creación de valor se debe estimar y considerar.

Esquema de la determinación del capital empleado

Activo circulante	Pasivo sin costo explícito: <ul style="list-style-type: none">• proveedores• gastos acumulados	Capital empleado = Activo total menos pasivo sin costo explícito = Pasivo con costo explícito más capital contable
	Pasivo de corto plazo con costo explícito: <ul style="list-style-type: none">• créditos bancarios	
Activo fijo	Pasivo de largo plazo con costo explícito: <ul style="list-style-type: none">• créditos bancarios• créditos no bancarios	
	Capital contable (no tiene costo explícito): <ul style="list-style-type: none">• capital social• utilidades retenidas• actualizaciones	

Para ciertos casos consideramos como definición de capital empleado, para fines de evaluar la creación de valor en la empresa, al activo total menos el pasivo sin costo explícito y menos el activo disponible y activos financieros. Esto se debe a que cuando el capital empleado se relacione con la utilidad, ésta será antes de los intereses a favor que pudieran haber generado tanto el activo disponible como activos financieros.

El costo de capital

El costo de capital es el promedio ponderado del costo de las fuentes de financiamiento de la empresa. El nombre completo de costo de capital es el de costo de capital promedio ponderado. También se le conoce por sus siglas en inglés: WACC (weighted average cost of capital).

Para la determinación del costo de capital se parte de dos elementos principales: la determinación del costo de cada fuente de financiamiento y la ponderación de las fuentes de financiamiento. Por ejemplo, digamos que el pasivo cuesta 20% anual y los recursos del accionista (capital contable) cuestan 30% anual. Por otro lado, el 60% del financiamiento es a través de pasivo y el 40% a través de accionistas. Así, el costo de capital sería 24% $((20\% * 0.6) + (30\% * 0.4))$.

Si bien en teoría es muy sencillo el cálculo del costo de capital, en la realidad se complica por la dificultad que hay en la cuantificación de las tasas para representar el costo de cada fuente de financiamiento. Por otro lado, la volatilidad de las tasas hace más difícil determinar un valor adecuado para la valuación.

Es claro que, simplemente por el efecto de riesgo país, las tasas en un país como México son mayores que en los EE.UU. Es importante cuidar que el hecho de que se tengan determinadas tasas para países extranjeros no quiere decir que se pueden aplicar directamente en el propio. Asimismo, dado que la estructura financiera (relación entre pasivo y capital) varía entre empresas, así como su riesgo propio, tampoco es fácil contar con un costo de capital general para todas las empresas.

Utilidad neta de operación después de impuestos (UNODI)

La utilidad neta de operación después de impuestos sería, en forma simple, la utilidad de operación (asegurándonos que se trata de la utilidad generada solo por la operación continua de la empresa) menos los impuestos que corresponden a esta utilidad (impuestos ajustados).

En la utilidad neta de operación después de impuestos (UNODI) no se toman en cuenta los gastos financieros, como tampoco ningún ingreso o egreso que no esté relacionado con la operación del negocio. Por esto último se eliminan otros ingresos y egresos, así como partidas extraordinarias. Es decir, se trata de la utilidad generada por la empresa antes de cualquier costo de fuente de financiamiento alguna.

La utilidad neta de operación (UNO) se afecta con los impuestos que solo tienen que ver con esta utilidad. La UNO equivale a lo que en inglés se conoce como el EBIT (earnings before interest and taxes). La UNODI es lo que también se conoce por sus siglas en inglés como NOPAT (net operating profit after taxes).

Esquema de la determinación de la utilidad neta operativa después de impuestos

Estado de resultados tradicional	Utilidad neta de operación después de impuestos
Ventas - Costo de ventas <hr/> Utilidad bruta	Ventas - Costo de ventas <hr/> Utilidad bruta
- Gastos de operación +/- Otros ingresos y egresos <hr/> Utilidad de operación	- Gastos de operación <hr/> Utilidad de neta de operación (UNO ó EBIT)
- Gastos financieros <hr/> Utilidad antes de impuestos y partidas extraordinarias	
+/- Partidas extraordinarias - Impuestos <hr/> Utilidad neta	- Impuestos ajustados <hr/> Utilidad neta de operación después de impuestos (UNODI ó NOPAT)

En ocasiones, por simplificación o porque no se tiene la información a detalle, el UNO se equipara a la utilidad de operación tradicional, y se restan simplemente el total de impuestos sin llevar a cabo un ajuste de estos.

Cálculo de la utilidad económica (o EVA o Valor Económico Agregado)

Se conoce como utilidad económica (UE ó EP) al resultado de restarle a la utilidad neta de operación después de impuestos (UNODI) el producto del costo de capital (CC) y el monto en el capital empleado (CE).

$UE = UNODI \text{ menos } (CE * CC)$

Utilidad neta operativa después de impuestos menos Capital empleado por Costo de capital
es igual a Utilidad económica

Con esto se intenta reflejar si la utilidad que genera la empresa es mayor al costo de todas las fuentes de financiamiento que requiere la empresa, es decir, si se crea valor.

Es importante enfatizar que si una empresa genera utilidad de operación negativa es claro que no es negocio, que no crea riqueza y que destruye valor. Por el contrario, si genera utilidad de operación positiva no podemos asegurar que sea negocio ni que genere valor, a menos que esta utilidad sea suficiente para cubrir con todo el costo de sus activos utilizados.

“Medición de la Creación de Valor Económico en la Empresa”

Alberto Calva-Mercado

Octubre de 2001

Ejemplo del cálculo de la utilidad económica sobre cuatro escenarios

	A	B	C	D
Ventas	12,000	12,000	12,000	12,000
- Costo de ventas	6,000	6,500	6,000	6,000
- Gastos operación	1,000	1,500	1,000	1,000
- Gastos financieros	600	600	600	600
- Partidas extraordinarias	200	200	200	200
- Impuestos	2,000	2,000	2,000	2,000
Utilidad neta	2,200	1,200	2,200	2,200
+ Gastos financieros	600	600	600	600
+ Partidas extraordinarias	200	200	200	200
Utilidad neta de operación después de impuestos (UNODI)	3,000	2,000	3,000	3,000
Activo total	13,000	13,000	16,000	13,000
- Pasivo sin costo explícito	3,000	3,000	3,000	3,000
Capital empleado (CE)	10,000	10,000	13,000	10,000
Costo de capital (CC)	15%	15%	15%	25%
Costo del capital empleado (CE * CC)	1,500	1,500	1,950	2,500
Utilidad económica (EP) (UNODI – (CE * CC))	1,500	500	1,050	500

Cinco formas de incrementar la utilidad económica

Se puede decir que hay cinco grandes estrategias para tratar de incrementar la utilidad económica de la empresa.

Estrategia	Comentarios
1. Incrementar la utilidad neta de operación después de impuestos	<ul style="list-style-type: none">• Incrementar las ventas• Reducir los costos• Reducir los gastos
2. Incrementar la utilidad neta de operación después de impuestos más que el costo financiero de nuevas inversiones en activo	Estudiar bien las inversiones que se piensan hacer para asegurarse que realmente son rentables
3. Reducir el costo del capital empleado eliminando activos no productivos	<ul style="list-style-type: none">• Reducir capital de trabajo (inventario y cartera)• Deshacerse de activo fijo improductivo
4. Eliminar activos que no producen más que el costo de capital	Revisar activos y justificar que producen más que el costo de capital
5. Reducir el costo de capital	Revisar el uso de fuentes de financiamiento y la estructura de capital

Comentarios finales

- a) La idea de medir la creación de valor económico en la empresa no consiste en un medidor o número más en la empresa. Se trata de una forma de pensamiento que debe estar en toda la empresa, y sin falta alguna en todos los niveles de dirección y gerencia. Esto nos lleva a arrancar con un proceso de capacitación que permita a todos entender este concepto y que los lleve a guiar sus decisiones y estrategias en sus áreas de influencia.
- b) La medición de creación de valor económico en la empresa debe comenzarse por un número a nivel total de la empresa, y desagregarse por divisiones, áreas y unidades de negocios. Lo importante es saber, en principio, si la empresa genera valor económico. Pero lo que es realmente importante es saber cuáles unidades de negocio son las que realmente aportan valor y cuáles no, así como premiar a los ejecutivos que tienen la capacidad de generar valor económico para la corporación y buscar ayudar o sustituir a los ejecutivos que no pueden con esta tarea.
- c) La implantación de un sistema de medición de creación de valor económico en la empresa puede llevarse varios meses (o años en corporaciones muy grandes). El problema no es el concepto en sí o los cálculos matemáticos, sino el poder capacitar a todos los ejecutivos y el poder adaptar la contabilidad para que arroje información con el nivel de detalle deseado para poder evaluar cada unidad de negocios. Estamos hablando de poder contar con un estado de resultados y un balance general para cada unidad de negocios.

< F I N >