

## NOTA TÉCNICA VALOR ECONÓMICO AGREGADO

Desde hace muchos años la forma más habitual de medir la creación de valor para el accionista ha consistido en analizar la evolución del precio de mercado de las acciones de una empresa. Se trata de un indicador claro y fácil de obtener, siempre que la empresa cotice en bolsa. Sin embargo, la cotización de las acciones está influenciada por la evolución general de la bolsa, que a veces y sobre todo a corto plazo guarda escasa relación con la gestión concreta de la empresa.

Otro problema inherente a este tipo de indicador es que muy pocas empresas cotizan en bolsa, por lo que su utilización está limitada a un número muy reducido de grandes empresas. Además, cuando una empresa tiene varios centros de responsabilidad y se desea evaluar la gestión de cada directivo, no se puede dividir el precio de las acciones en partes.

También se acostumbra a utilizar el índice de utilidad por acción el cual se calcula dividiendo la utilidad neta de la empresa por el número de acciones. Se trata de un indicador que permite tener en cuenta la utilidad generada por cada centro de responsabilidad ya que la utilidad neta es la suma de los resultados generados por cada uno de los centros de responsabilidad o de beneficios que componen la empresa. Sin embargo, la utilización de la utilidad por acción como criterio evaluador puede animar prácticas que perjudican a la empresa, tales como el exceso de inversiones en activos. Además, se puede llegar a pensar que la financiación de los accionistas no tiene coste.

Otra limitación para considerar en todos aquellos datos, como la utilidad, que pueden estar sujetos a prácticas de contabilidad creativa, es que en algunos casos su fiabilidad puede ser reducida. Esta circunstancia también puede afectar a los indicadores como el ROA y ROE.

El Valor Económico Agregado pretende solventar las limitaciones de los indicadores anteriores. El EVA podría definirse como lo que queda una vez se han deducido de los ingresos la totalidad de los gastos, incluidos el coste de oportunidad del capital y los impuestos. Por tanto, el EVA considera la productividad de todos los factores utilizados para desarrollar la actividad empresarial. En otras palabras, es lo que queda una vez se han atendido todos los gastos y satisfecho una rentabilidad mínima esperada por parte de los accionistas. Por tanto, se crea valor en una empresa cuando la rentabilidad generada supera el coste de oportunidad de los accionistas.

El valor económico agregado es una variación de lo que tradicionalmente se conocía como *beneficio residual*, es decir, el resultado que se obtiene al restar de la utilidad operativa el costo de capital. La idea del beneficio residual apareció a principios del siglo XX, en la literatura contable. Church lo introdujo en 1917 y luego, en 1924, Scovell citó el beneficio residual; ya para 1960 aparece dicho concepto y se contempla en la literatura de la contabilidad gerencial. Diez años más tarde, para la década de los 70, los académicos finlandeses discuten sobre dicho tema y en 1975 Virtanen lo define como un retorno sobre inversión, para la toma de decisiones gerenciales.

En 1989, la firma consultora Stern Stewart & Co., radicada en Nueva York, Estados Unidos de América, reintrodujo y registró como marca a su nombre el EVA.

Debido a las fuertes críticas que se realizan a los índices financieros sobre su real utilidad para evaluar el desempeño de una empresa, el EVA se ha convertido en una de las metodologías más exitosas para medir el rendimiento.

Entre las principales debilidades de los índices financieros se tiene:

- No pueden ser aplicados a unidades individuales de negocio dentro de la empresa.
- No consideran la creación de valor al momento de tomar una decisión o realizar una inversión de capital con la finalidad de que la rentabilidad generada sea mayor que su costo.

- No consideran el costo del dinero.

El valor económico agregado muestra la cantidad financiera de riqueza que una empresa ha creado o ha destruido en el período analizado. Por tanto, el EVA responde a dos principios fundamentales:

- El principal objetivo financiero es la creación de valor.
- El valor de una empresa dependerá de que el rendimiento generado por los recursos invertidos sea mayor al costo de capital promedio ponderado.

Por tanto, el EVA puede definirse como la cantidad de riqueza financiera que queda una vez que se han deducido de los ingresos totales los gastos, el costo de oportunidad y los impuestos, y se calcula de la siguiente manera:

$$EVA = UAIDI - (CCPP \times VCA) \quad (1)$$

Notación	Correspondencia
UAIDI	Utilidad antes de intereses y después de impuestos
CCPP	Costo de capital promedio ponderado
VCA	Valor contable del activo

La utilidad antes de intereses y después de impuestos se obtiene sumando a la utilidad neta los intereses y eliminando los ingresos y los egresos extraordinarios; el costo de capital promedio ponderado es el costo promedio de los recursos que tienen costo y que han sido utilizados para financiar la inversión, y el valor contable del activo es el valor promedio del activo de la empresa, de acuerdo con su balance de situación financiera.

Una manera diferente de calcular el EVA que se desprende de la fórmula analizada, donde la rentabilidad se refiere al retorno sobre el capital invertido, es la siguiente:

$$EVA = VCA \times (Rentabilidad - CCPP) \quad (2)$$

### Utilidad antes de intereses y después de impuestos.

Para calcular la UAIDI se excluyen los ingresos y los egresos extraordinarios con la finalidad de concentrarse en los ingresos y egresos que están relacionados con el giro del negocio. Se puede calcular partiendo desde la utilidad neta a la cual se le suma el gasto financiero y se le resta las utilidades extraordinarias.

$$UAIDI = Utilidad\ neta + gasto\ financiero - utilidad\ extraordinaria \quad (3)$$

Algunos autores, como Eduardo Court (2009), sugieren métodos alternativos para calcular esta utilidad. Así se tiene que la UAIDI puede ser calculada a partir de la utilidad operativa multiplicándola por el efecto tributario ( $I-T$ ).

$$UAIDI = Utilidad\ operativa \times (1 - T) \quad (4)$$

La utilidad antes de intereses y después de impuestos depende de la eficiencia en el manejo de los costos de ventas y los gastos de operación. Mientras más se logren reducir esos costos y gastos manteniendo el mismo nivel de ventas mayor será la eficiencia operacional y por lo tanto mayor será la creación de valor. También es necesario, de ser posible, reducir la inversión en capital de trabajo y en activos no corrientes siempre y cuando la empresa pueda continuar generando el mismo nivel de ventas.

### Costo de capital promedio ponderado.

El CCPP se obtiene como promedio ponderado del costo de los recursos propios y de los recursos de terceros que tienen costo, es decir el costo de la deuda. Al utilizar estos costos ya se está incluyendo el riesgo de los recursos financieros que se utilizan para financiar la inversión.

El costo de capital promedio ponderado se ha obtenido a través de la aplicación de la siguiente fórmula, en la que  $K_d$  es el costo de la deuda y  $K_e$  es el rendimiento requerido por los propietarios:

$$CCPP = \frac{\text{pasivo}}{\text{activo}} \times K_d + \frac{\text{patrimonio}}{\text{activo}} \times K_e \quad (5)$$

En lo que se refiere al rendimiento requerido por los accionistas se debe tener en cuenta los siguientes aspectos:

- Riesgo país: los inversionistas exigen una prima por invertir en un país que consideran riesgoso.
- Tasa libre de riesgo: por una inversión libre de riesgo los inversionistas reciben una rentabilidad igual a la tasa libre de riesgo, que normalmente son los bonos emitidos por el gobierno. Por tanto, una inversión que implique un riesgo mayor a cero requerirá de un rendimiento mayor a la tasa libre de riesgo.
- Riesgo del negocio: cada sector tiene un riesgo asociado el cual es diferente para cada uno de los sectores.

### Valor contable del activo.

El valor contable del activo es el valor promedio del activo de la empresa, de acuerdo con su balance de situación una vez restado el financiamiento espontáneo. El balance que se obtiene una vez que se ha excluido el financiamiento espontáneo se conoce como balance financiero.

El financiamiento espontáneo se genera automáticamente gracias al giro del negocio y no tiene un costo explícito. Los pasivos más comunes que caen en esta categoría son las cuentas por pagar a los proveedores, los impuestos por pagar, las obligaciones con el seguro social, entre otras.

$$VCA = \text{Valor promedio del activo} - \text{financiamiento espontáneo} \quad (6)$$

A continuación, se presenta un ejemplo sencillo para explicar la aplicación de la fórmula del EVA:

Si una empresa tiene una utilidad antes de intereses y después de impuestos de 6.000 dólares, un valor contable del activo de 50.000 dólares y el costo de capital es 20%, se estaría destruyendo valor, con base en el siguiente cálculo:

$$EVA = UAIDI - (CCPP \times VCA)$$

$$EVA = 6.000 - (0,20 \times 50.000) = -4.000$$

## **Estrategias para incrementar el EVA.**

El objetivo que debe buscar un administrador financiero, y el que espera lograr el accionista, es un aumento del valor económico agregado año tras año, lo que representa un aumento sostenido de la creación de valor.

Para lograr esto el administrador financiero debe buscar:

- Aumentar el rendimiento de los activos sin realizar nuevas inversiones. Por tanto, se trata de aumentar el margen con el que se vende, a través de un aumento del precio de venta o de una reducción de los costes, o de aumentar la rotación de los activos para generar más ingresos sin necesidad de aumentar las inversiones. Una forma de conseguir aumentar el rendimiento es invertir en aquellas divisiones que generan valor y desinvertir en aquellas otras que destruyen valor.
- Aumentar las inversiones en activos que rindan por encima del coste del pasivo. Por tanto, el aumento del beneficio superará el aumento del coste de su financiación, con lo que el EVA será mayor.
- Reducir los activos para que el costo de estos, que es lo que se deduce del beneficio, sea menor. Por tanto, aunque la utilidad (UAIDI) siga siendo la misma el EVA aumentará al reducirse el costo financiero del activo.
- Reducir el coste promedio del pasivo. Esta estrategia depende de la evolución de las tasas de interés en el mercado, pero también de la capacidad de negociación de la empresa ante las entidades de crédito y del riesgo financiero que presenta la empresa para sus financiadores. Con una mejor capacidad de negociación y una reducción del riesgo, se puede conseguir que baje el costo promedio del pasivo, al reducirse tanto el costo de la deuda como el costo de oportunidad de los accionistas.

## **Las leyes de la creación de valor**

A continuación, se enumeran las leyes para la creación de valor para el accionista que se desprenden del valor económico agregado.

1. El valor se crea fundamentalmente en el mercado de productos y servicios, participante en actividades con buenas expectativas y consolidando una posición competitiva fuerte. La empresa no puede actuar directamente sobre el valor sino sobre los parámetros clave que lo generan como la innovación, los atributos del producto y su posicionamiento, el servicio al cliente, la productividad de los procesos o la satisfacción de su personal.
2. El valor depende de las rentas esperadas y del riesgo inherente a las mismas, es decir, de las expectativas de la empresa. Por tanto, la creación de valor depende de la variación de dichas expectativas.
3. Se debe distinguir entre valor y valor creado porque permite diferenciar entre una buena empresa, cuyo valor será elevado, y una buena inversión para el accionista.
4. Si solo se obtiene lo esperado, no se crea ni se destruye valor, solo se mantiene. Esto puede ser satisfactorio porque significa que se está remunerando al accionista con lo solicitado.
5. Si el valor creado es nulo la rentabilidad entregada al accionista es igual a la rentabilidad solicitada.
6. La creación de valor sostenida exige una mejora continua de las expectativas, lo que sucede cuando se crea un potencial para desarrollar nuevas actividades y se dispone de capacidad para identificarlas, formularlas e implantarlas.
7. La creación de valor para el accionista es un objetivo exigente porque solo se alcanza si la rentabilidad generada supera a la exigida.
8. La creación de valor depende de la variación de los mercados de productos, servicios y financieros.
9. La creación de valor se ve afectada por la variación de las tasas de interés de mercado.
10. Hay que distinguir entre crear valor y crear riqueza. La creación de riqueza incluye la creación de valor para el accionista y el cedido a las partes relacionadas con la empresa.

## **BIBLIOGRAFÍA**

AMAT, Oriol, *Análisis económico financiero*, 19ª edición, Gestión 2000, 2007, p.9.

GITMAN, Lawrence J., *Principios de administración financiera*, 10ª edición, Pearson, 2003, pp. 131, 139.

MERCHÁN, Mariano, (2015), *La gestión financiera en las pequeñas y medianas empresas*, Editorial Ecuador.

RAPPAPORT, Alfred, *La creación de valor para el accionista*, Editorial Deusto, 2006, p. 19.