



# Qué es y cómo se utiliza el “EVA”

Métodos para estimar como una compañía crea o destruye valor

*La creación de valor es uno de los temas de mayor actualidad financiera. Cada vez son más las compañías que se apuntan a la creación de valor, reconociendo que éste es uno de los objetivos prioritarios de las empresas y en*

*especial del análisis financiero. En este artículo se describe una de las medidas más extendidas actualmente de creación de valor adaptada por empresas de la talla de Coca-Cola y AT&T: el EVA (Economic Value Added).*

## ■ EL EVA (ECONOMIC VALUE ADDED)

**E**l concepto de Economic Value Added (EVA, valor económico añadido) surge al comparar la rentabilidad obtenida por una compañía con el coste de los recursos gestionados por la compañía. Si el EVA es positivo, significa que la compañía ha generado una rentabilidad por encima del coste que tienen los recursos empleados, mientras que si es negativo, la compañía no ha cubierto el coste de los recursos empleados. En la literatura financiera esto se expresa diciendo que se ha creado valor en el primer caso y que se ha destruido valor en el segundo (estas expresiones, desde un punto de vista purista, no son del todo correctas, si bien por la expresividad que encierran y por su común utilización se emplean en este artículo; al final del mismo se explica el por qué).

Su utilización se puede extender a

las distintas unidades de negocio de una compañía, de tal manera que se puede llegar a medir el valor creado o destruido por cada unidad de negocio, y actuar en consecuencia, dando o restringiendo recursos a cada unidad en función del valor creado o destruido. El EVA de la compañía será la suma de los EVAs de cada unidad de negocio.

## ■ EL EVA COMO MEDIDA DE VALORACION

Para introducir el concepto de EVA podemos exponer el siguiente razonamiento sencillo. Cuando una persona invierte en un determinado activo, le pide una rentabilidad.

Si invierte en activos sin riesgo (deuda del Estado), exigirá el llamado Risk Free (tasa de rentabilidad sin riesgo), aproximadamente un 5% anual a fecha actual. Si invierte en activos con riesgo, por ejemplo, las acciones de una compañía, exigirá una prima de riesgo por encima del

Risk Free dependiendo del riesgo concreto de la empresa en particular, por ejemplo un 3%. Así pues, la rentabilidad que exigirá por la compra de las acciones será de un 8%. Es decir, si invierte 100 pesetas en las acciones de esta compañía, exigirá que al cabo de un año le devuelvan 108 pesetas.

Si la empresa invierte ese dinero en proyectos que han generado al finalizar el año 108 pesetas, no ha creado ningún valor por encima de lo esperado y exigido. Si la empresa consigue 110 pesetas, entonces la empresa ha creado 2 pesetas de valor por encima del exigido por el accionista. Si la empresa consigue 106 pesetas entonces ha dado a nuestro inversor 2 pesetas menos de lo que exigía (a pesar de haber obtenido unas ganancias mayores a las de la tasa de interés sin riesgo), y se puede decir que la empresa ha destruido valor para el accionista, pues éste podría haber conseguido 108 pesetas invirtiendo en otro activo con un ↗



El cálculo del EVA compara las ganancias con el coste de los recursos utilizados

riesgo equivalente a esa empresa (o dicho de otra manera: dado el riesgo que el inversor ha corrido, debería haber obtenido, para compensarlo, 108 pesetas).

Es decir, para que una empresa resulte atractiva a los potenciales inversores de la misma ha de ofrecer una rentabilidad por encima de la esperada (en otras palabras: por encima del coste de los recursos de dicha empresa). Ha de ofrecer una rentabilidad por encima de la que ofrecerían otras empresas con un riesgo comparable para atraer a los inversores potenciales.

El cálculo del EVA precisamente compara las ganancias obtenidas con el coste de los recursos utilizados (recursos propios y recursos ajenos o deuda). Como medición de las ganancias obtenidas se utiliza el NOPAT (net operating profit after taxes), que es el beneficio neto obtenido antes de los gastos financieros y después de impuestos. Para medir el coste de los recursos utilizados se utiliza el coste del capital y el coste de la deuda ponderado por su importancia (el WACC, weighted average cost of capital). Así, el cálculo del EVA es:

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - [(\text{Recursos Propios} + \text{Deuda}) * \text{WACC}] = \text{BAIT} * (1-t) - [(\text{Recursos Propios} + \text{Deuda}) * \text{WACC}]$$

El NOPAT -net operating profit after taxes- es, en español, el BAIT\*(1-t).

$$\text{WACC} = [\text{R.P.}/(\text{R.P.} + \text{Deuda}) * \text{Coste R.P.}] + [\text{Deuda}/(\text{R.P.} + \text{Deuda}) * \text{Coste Deuda después Impuestos}]$$

Una vez que hemos calculado el EVA para un determinado ejercicio se puede decir que si éste es positivo, la empresa ha obtenido una rentabilidad por encima del coste de los recursos utilizados, ha creado valor. Si es cero, ha dado a los que han aportado los recursos (accionistas y deudores) lo que ellos esperaban. Si es negativo, su rentabilidad ha estado por debajo de lo exigido por los dueños de los recursos utilizados, y por lo tanto se puede decir que ha destruido valor.

Supongamos el ejemplo de la empresa X, la cual tiene unos recursos propios de 6.000 y una deuda de 4.000, y cuya cuenta de resultados se incluye en el cuadro 1.

En este ejemplo, el NOPAT es igual a:  $\text{NOPAT} = \text{BAIT} * (1-t) = 2.700 * (1-0,35) = 1.755$

Para el Cálculo del EVA necesitamos, además, saber el coste de los recursos empleados por la compañía. Para ello supondremos que la rentabilidad exigida por los accionistas para una empresa con el riesgo de la nuestra es de un 8% y que la deuda tiene un coste financiero de un 12%. Dado que la empresa tiene unos recursos propios de 6.000 y una deuda de 4.000, el WACC es:

$$\text{WACC} = [\text{R.P.}/(\text{R.P.} + \text{Deuda}) * \text{Coste R.P.}] + [\text{Deuda}/(\text{R.P.} + \text{Deuda}) * \text{Coste Deuda después Impuestos}] = 6.000 / (6.000 + 4.000) * 0,08 + 4.000 / (6.000 + 4.000) * 0,12 (1-0,35) = 7,92\%$$

Y ahora podemos calcular el EVA:  $\text{EVA} = \text{NOPAT} - [(\text{Recursos Propios} + \text{Deuda}) * \text{WACC}] = \text{BAIT} * (1-t) -$

+	Importe neto de la cifra de negocios	20.000
-	Compras netas	-12.000
=	<b>Valor añadido de la empresa</b>	<b>8.000</b>
-	Gastos de Personal	-4.000
=	<b>Resultado bruto de explotación</b>	<b>4.000</b>
-	Dotaciones para amort. de inmovilizado	-1.300
=	<b>Resultado neto de la explotación</b>	<b>2.700</b>
-	Gastos financieros	-480
=	<b>Resultado antes de impuestos</b>	<b>2.220</b>
-	Impuestos sobre Sociedades	-777
=	<b>Resultado neto</b>	<b>1.443</b>

$$[(\text{Recursos Propios} + \text{Deuda}) * \text{WACC}] = 1.755 - (10.000 * 0,0792) = 963$$

En este ejemplo, la empresa X ha tenido un EVA de 963 millones de pesetas, es decir, ha obtenido 963 millones de pesetas por encima de lo exigido por parte de quienes aportaron los recursos que ha utilizado para conseguirlo. Se puede decir que la empresa ha creado valor para sus accionistas (los deudores obtendrán los intereses y el principal contratado, no afectándoles lo bien que lo haya podido hacer la empresa, son los accionistas quienes recibirán los resultados de la buena gestión de la empresa).

Puesto que uno de los objetivos principales de los dirigentes de una empresa es la creación de valor para sus accionistas, se debe conseguir un EVA positivo. Según este modelo, todas las medidas que una compañía puede adoptar para crear valor se pueden encuadrar en uno de los tres conceptos siguientes:

- a) Conseguir que el  $\text{NOPAT} - \text{BAIT} * (1-t)$  crezca sin emplear más capital.
- b) Invertir capital nuevo en proyectos de los que se esté obteniendo una rentabilidad mayor que el coste que tiene conseguir ese nuevo capital a invertir.



c) Desviar o desinvertir capital de aquellas líneas de negocio que no den los beneficios adecuados.

Si la empresa X estuviese dividida en dos unidades, una de distribución comercial y otra de productos aeroespaciales, probablemente el mercado verá la segunda unidad con un mayor riesgo que la primera, por lo que la rentabilidad exigida a la segunda será mayor que la rentabilidad exigida a la primera. Esto habrá que tenerlo en cuenta a la hora de calcular el EVA de cada unidad de negocio, y concluir qué unidades de negocio añaden valor y en qué cantidad, y cuáles destruyen valor.

El NOPAT utilizado no se obtiene directamente de las cuentas anuales de las compañías, sino que los saldos contables han de ser ajustados. Esto es así porque los principios de contabilidad pueden distorsionar esta medida de creación de valor. Se han llegado a identificar más de 100 posibles ajustes a hacer, pero la mayoría

de las compañías que han adoptado el EVA han limitado el número de ellos a menos de 10. Los ajustes más comunes a realizar se dan dentro del área de provisiones, reservas de revalorización, impuestos diferidos, fondo de comercio y gastos de investigación y desarrollo.

#### ■ EL MVA

El MVA (Market Value Added; en español: Valor de Mercado Añadido, VMA) mide el valor creado o destruido por una empresa a una fecha determinada. El MVA es la diferencia entre el valor de mercado total de la empresa (suma del valor de mercado del capital y el valor de merca-

do de la deuda) y el total de los recursos invertidos para crear ese valor (suma del capital aportado por los accionistas y por los deudores) a una fecha cualquiera. Si el MVA es positivo, la empresa ha creado valor para los accionistas, mientras que si es negativo, lo ha destruido.

MVA=valor de mercado total-capital total empleado

Valor de mercado total=valor de mercado del capital + valor de mercado de la deuda

Capital total empleado=recursos propios + deuda financiera

Suponiendo que el valor de mercado de la deuda coincide con su valor contable, entonces:

MVA=valor de mercado- valor con-

## El EVA puede calcularse para cada unidad de negocio de la empresa

## La valoración de compañías: Métodos de moda

¿C ómo se puede saber realmente si una empresa lo está haciendo bien? Un tema tan controvertido como actual son las nuevas técnicas para estimar el "valor" que las compañías crean para sus accionistas.

El fuerte crecimiento experimentado por el valor de gran número de compañías en EEUU, Europa, Asia y Latinoamérica, ha puesto de actualidad el tema de "los procedimientos de valoración de resultados", es decir, para conocer como "se crea o se destruye valor para los accionistas".

La creación de valor es uno de los temas de mayor actualidad financiera. En 1983 Martin Romm, analista de First Boston, fue el primero en utilizar el término "crear valor para el accionista". Con posterioridad, en 1986, el Financial Times vuelve a hacer referencia al término y, en 1994, resurge con fuerza entre la comunidad inversora. Hoy en día es tema de actualidad de artículos, conferencias, informes y hay grandes compañías presumiendo de sus modelos de gestión en las "pasarelas financieras" mundiales.

Los defensores de estos nuevos modelos de valoración argumentan que con los modelos contables tradicionales se pueden manipular las cifras fácilmente y las ganancias no indican la realidad de la empresa: que es o hacia

dónde va. Sin embargo, sus detractores manifiestan que no se puede olvidar que estos nuevos procedimientos son un gran negocio para los consultores que están intentando que empresas e inversores utilicen sus modelos. Entre estos modelos de destacan el Valor Económico Añadido (EVA) y el Cash flow generado sobre la inversión (CFROI).

La empresa de Nueva York Stern Stewart, que desarrolla e implementa el EVA, es el líder del mercado aunque en los últimos años hay una fuerte competencia (Boston Consulting Group (BCG), Braxton Associates, Makinsey y otros han plantado cara).

El método EVA consiste básicamente en comparar las ganancias obtenidas con el coste de los recursos utilizados. Lejos de ser una novedad, se puede decir que es una de las más viejas panaceas de los negocios. Este nuevo método es aplicable a todo tipo de negocios. "Es un concepto básico que las grandes empresas olvidan con el tiempo," dice Marcel Telles, jefe de Brahma, una empresa de bebidas brasileña que es "adicta" al EVA.

Su aplicación puede extenderse a las distintas unidades de negocio de la compañía para conocer el valor creado o destruido por cada unidad. El EVA



table=capitalización-valor contable

Recursos Propios

En la anterior fórmula se ve con claridad el significado de “crear” o “destruir” valor para los accionistas. Si el MVA es positivo, cada peseta que los accionistas entregaron a los directivos de la empresa ahora vale en el mercado más de una peseta. Si el MVA es negativo, cada peseta dada por los accionistas y recibida por los directivos de la empresa ahora vale menos de una peseta en el mercado.

■ DESCUENTO DE “LOS EVAS” FUTUROS

Si se descuenta el EVA generado a lo largo de los años por una inversión determinada, llegaremos al Valor Presente de dicha inversión (el coste de los recursos empleados en la financiación del proyecto está explícitamente restado de los flujos generados en el cálculo del EVA). Así, la

◆◆◆  
El MVA (Market Value Added) es la diferencia entre el valor de mercado total y los recursos invertidos  
◆◆◆

regla que afirmaba que había que aceptar aquellos proyectos de inversión que dieran un Valor Presente positivo de los cash flows futuros, es transformada dentro de este análisis en la siguiente afirmación: hay que aceptar aquellos proyectos de inversión que den un EVA descontado positivo. Ambas afirmaciones conducen a la misma conclusión.

A través del siguiente ejemplo podemos ver cómo los resultados a los que se llega a través del descuento del flujo de fondos y del descuento del EVA son iguales. Supongamos, simplificando, que la compañía Y se financia completamente a través de fondos propios, por lo que no tiene deuda, y por lo tanto tampoco tiene

gastos financieros. Su capital suma 5.000, y tiene un coste o rentabilidad exigida del 8%. Invierte los 5.000 en proyectos que le darán una renta perpetua de 750.

A través del análisis del descuento de cash-flows, y aplicando la fórmula del Valor Actual de una renta perpetua a los cash flows generados (=Renta anual perpetua / tasa de descuento=750/0,08) llegamos a un valor de 9.375, de los cuales restamos la inversión de 5.000 hecha, resultándonos un valor actual de 4.375.

Aplicando el modelo del EVA, tenemos un EVA de 350, obtenido restandole al NOPAT (750) el coste del capital empleado (5.000 \* ↵

La valoración de compañías: Métodos de moda

de la compañía es por tanto la suma de los EVA de cada unidad de negocio. Para medir las ganancias obtenidas se utiliza el NOPAT (net operating profit after taxes), que es el beneficio neto obtenido antes de los gastos financieros y después de impuestos. Para el coste de los recursos utilizados se utiliza el coste del capital y el coste de la deuda ponderado. Si el resultado del EVA es positivo, entonces la empresa crea valor sobre el periodo en cuestión, es decir, ha obtenido una rentabilidad por encima del coste del capital utilizado; si EVA es negativo, es una valor destruido, la rentabilidad obtenida es menor que el coste de los recursos utilizados. Por ejemplo, si el capital de una división es de 100 millones de dólares y el coste de capital es del 10%, el porcentaje de reembolso será de 10 millones de dólares. Si la ganancia es de 50 millones de dólares, entonces su EVA será de 40 millones de dólares.

Otro modelo es CFROI (cash flow return on investment) promovido por dos firmas americanas que asesoran a los directores de fondos y empresas en cuestiones relacionadas con las valoraciones. CFROI compara los flujos de caja de una empresa (cash-flows) ajustados por la inflación con la inversión bruta o capital utilizado en la generación de esos flujos. Es una medida del retorno de una inversión ajustada para tener en cuenta distorsiones causa-

das por la inflación, antigüedad y vida de los activos y diferentes métodos de amortización. En suma, CFROI compara los flujos de caja de una empresa con el capital utilizado en generarlo ajustado por la inflación.

El problema existente con EVA y CFROI es que son procedimientos que se apoyan en datos pasados y no dicen nada acerca de cómo las estrategias actuales afectarán el valor futuro de la firma.

Por este motivo Stern Stewart ha sugerido un procedimiento para calcular el valor total de la empresa, el Valor Añadido del Mercado (MVA), el cual deduce del capital total de una empresa, incluyendo valores, prestamos y beneficios retenidos, el valor de sus acciones y bonos a una fecha determinada. Si el resultado es positivo, la empresa crea valor para los accionistas, mientras si es negativo lo destruye.

Otra compañía, BCG, ha desarrollado un procedimiento rival, el Reembolso Total del Accionista (TSR). El cambio está en la capitalización de la empresa sobre un periodo de un año más los dividendos pagados a los accionistas, expresado como un porcentaje de su valor inicial.

Si observamos los resultados históricos, estos procedimientos muestran una estimación de mercado sobre las perspectivas de crecimiento de las empre-



## El MVA representa la valoración que la bolsa hace de los proyectos de inversión futuros

8% = 400). Aplicando la fórmula del Valor Actual de una renta perpetua a los cash flows generados ( $\text{Renta anual perpetua} / \text{tasa de descuento} = 350 / 0,08$ ) llegamos a un valor de 4.375, es decir, el mismo valor actual. En este caso no hay que restarle la inversión inicial, pues no estamos hablando de cash flows, sino comparando rentabilidades obtenidas con rentabilidades exigidas, en donde la inversión que significa un cash flow de -5.000 no interviene.

El MVA se puede ver también, desde un punto de vista teórico, como el valor presente de todos los EVAs futuros de una compañía.

$\text{MVA} = \text{valor presente de todos los}$

EVA futuros.

El MVA representa la valoración que la bolsa hace en cualquier momento de los proyectos de inversión futuros de la empresa. Es la valoración que la bolsa hace en cualquier momento del valor presente de todos los EVAs que se prevé que la empresa genere en el futuro. Maximizar el MVA debe ser el objetivo primario para cualquier compañía preocupada en aumentar el valor para sus accionistas.

A la hora de maximizar el MVA es donde entra en juego maximizar el EVA. Esto es así porque a la hora de correlacionar el MVA con las distintas medidas de creación de valor, la correlación más alta la da el EVA

(esto es lo que dicen los que propugnan el uso del EVA; evidentemente los defensores de las otras medidas muestran otras correlaciones donde las ganadoras son las medidas que ellos proponen).

### ■ RMVA

El MVA se puede expresar de una manera relativa y en este caso tenemos el RMVA (Ratio Market Value Added; en español: Ratio de Valor de Mercado Añadido, RVMA):  
 $\text{RMVA} = \text{Valor de Mercado} / \text{Valor Contable}$

### ■ EL EVA COMO MEDIDA DE DIRECCION

El cash flow es una medida de valor, sin embargo surgen algunas dificultades si es utilizada como una medida de performance. Por ejemplo, si una división invierte en un determinado proyecto muy rentable a medio

#### La valoración de compañías: Métodos de moda

sas. Stern Stewart señala que hay una estrecha correlación entre EVA y MVA, ya que si las empresas mejoran el EVA, es muy probable que también mejoren el MVA. Hay empresas que piensan que los procedimientos de valoración de pasado y de futuro están estrechamente correlacionados. Ya que si se descuenta el EVA generado a lo largo de los años por una inversión determinada, se obtiene el valor presente de dicha inversión. El MVA se puede decir que es, desde un punto de vista teórico, el valor presente de todos los EVA futuros de una compañía. EL MVA es, por tanto, la valoración que la bolsa realiza en un momento dado de los proyectos de inversión futuros de la compañía, o dicho de otra forma, la valoración que realiza la bolsa de todos los EVA que se prevé que la empresa genere en el futuro. Maximizar el MVA es el principal objetivo de las empresas.

Otra forma de expresar el MVA es el RMVA (Ratio Market Value Added), que se define como el cociente entre valor de mercado de la empresa y el valor contable

Sin duda alguna el criterio más tradicional de valoración de empresas, así como de reembolso de capital empleado y beneficios por acción, tiene en cuenta la contabilidad. El defecto de estos modelos es que las cuentas contables pueden ser manipuladas fácilmente. Por ejemplo, la depreciación de

la vida de un activo o la operación de utilizar contratos para mantener los activos fuera del balance pueden disfrazar "a golpe de lapicero" la verdadera salud financiera de las empresas. La "creatividad" en la contabilidad explica el motivo de los cambios.

Los nuevos procedimientos por tanto se centran en los flujos de caja, que son más difíciles de manejar y suministran una mayor confianza sobre los datos de las empresas. También se compara la contabilidad nacional de unos y otros países, ya que la depreciación, los tipos de valoración y otros activos son tratados de forma diferente por los diferentes regímenes contables. Un ejemplo clásico es el de Daimler-Benz, que en 1993 se convirtió en la primera empresa alemana en cotizar sus acciones en Nueva York. Bajo las normas alemanas, le reportaba 372 millones de dólares de beneficios; bajo las americanas, las pérdidas eran de 1,1 miles de millones de dólares. Los analistas financieros analizan cuidadosamente los nuevos métodos. Más de 330 empresas de todo el mundo, entre los que destacan un número creciente de bancos de inversión, como Goldman Sachs y Credit Suisse First Boston (CSFB), han adoptado el sistema EVA, lo que le sitúa a la cabeza de sus rivales. HOLT, modelo basado en los pronósticos de CFROI, es seguido por más de 200 empresas de fondos de inversión, incluyendo varios



y largo plazo, probablemente genere el año de la inversión un cash flow negativo. Por lo tanto, si se toma la maximización del cash flow como objetivo para maximizar el MVA (para crear valor para los accionistas) se está penalizando la inversión, provocando un efecto no deseado. Es por esto por lo que el cash flow sólo es útil si se toma para toda la vida del proyecto o de la compañía, es decir, es una medida de valoración de un determinado proyecto o compañía, pero no es adecuada para dirigir o fijar objetivos en la gestión año a año.

El EVA, sin embargo, es una medida que se puede utilizar no sólo para valorar un proyecto o una compañía a lo largo de su vida (el descuento de los EVAs conducen al mismo resultado que el descuento de los cash flows), sino que también sirve para medir la rentabilidad obtenida un determinado año por una compañía en comparación con el coste de los

recursos empleados, y para fijar objetivos por una dirección comprometida con la creación de valor para el accionista, determinar bonus a pagar y comunicaciones con los inversores. Es por esto por lo que se propone que se abandone la práctica del descuento de los cash flow para descontar el EVA. El resultado de la valoración será el mismo, pero cuenta además con ventajas adicionales: la comprensión del proceso, la fijación de objetivos, la valoración de directivos y la mayor comunicación externa que se logra.

#### ■ VALUE DRIVERS

Dentro del modelo del EVA, se distinguen seis value drivers (variables a tener en cuenta en el proceso de creación de valor) que conjuntamente explican el valor intrínseco de una compañía o de una unidad de negocio. De estas variables cuatro están bajo el control de los di-

rectivos de la compañía, teniendo éstos que actuar sobre ellas, mientras que otras dos variables no lo están.

Los cuatro variables que están bajo el control de los directivos y sobre las que tendrán que actuar son:

1. El NOPAT. Hay que maximizar el NOPAT esperado en los próximos años.
2. Uso de la deuda. Incrementar el uso de la deuda (su coste es menor que el coste del capital, y todavía menor teniendo en cuenta los ahorros de impuestos).
3. Dirigir capital hacia áreas determinadas. Hay que identificar modos de aumentar las inversión en aquellos negocios donde se pueden obtener rentabilidades atractivas.
4. Retirar capital de áreas determinadas. Hay que desinvertir capital de aquellos negocios que no generan la rentabilidad exigida por el capital empleado.

Los dos factores que no están bajo el

de Japón.

A pesar de que EVA, CFROI y otros métodos son usados como puros procedimientos de resultados, los consultores dicen que pueden llegar más lejos. Stern Stewart y otros consultores explican que sus métodos también pueden ser usados con rapidez como señales de alarma.

Muchas compañías han comparado cuidadosamente EVA, CFROI y otros procedimientos llegando a la conclusión de que la mayoría no obtiene resultados diferentes. EVA y las otras herramientas son más útiles como una forma de medición de resultados que de organización. Pero hay todavía debilidades, e inevitablemente los procedimientos de actuación son más útiles en unas empresas que en otras.

Stern Stewart insiste en que estos métodos sirven para analizar las empresas del sector servicios así como de las manufactureras. Sin embargo, incluso Stern Stewart admite que hay dos tipos de empresas para las que no es utilizable el método de análisis de EVA: las instituciones financieras (las cuales deben separar capital por razones de regulación) y compañías muy jóvenes, donde en la mayoría el cálculo de los ingresos serían puras conjeturas. Desde importantes tribunas se están realizando fuertes críticas a los modelos de valoración. En la revista Fortune, Gary

#### La valoración de compañías: Métodos de moda

Hamel, un respetado escritor de inversiones, señala que el uso eficiente del capital no lo es todo, como tampoco es el fin de todo para el éxito de las empresas. Considera que las estrategias e innovaciones de las empresas son más importantes. Por ejemplo analiza que es duro imaginar la valoración de EVA cuando Bill Gates comenzó con Microsoft, o cuando decidió abarcar Internet el año pasado.

Ya algunas compañías están introduciendo otras técnicas con las que intentan reducir los inconvenientes de las estimaciones puramente numéricas. Originariamente desarrollados por David Norton, un consultor, y Robert Kaplan, un profesor de contabilidad de la escuela de negocios de Harvard, estos modelos combinan procedimientos financieros con procedimientos de activos menos tangibles, así como la satisfacción y fidelidad del cliente, y la habilidad de la firma para estimular a sus empleados. ●

• Resumen del artículo publicado en "The Economist" el 2 de agosto de 1997. Traducido por M<sup>a</sup> José Sanchez.



control de lo directivos (o que aun- que puedan influir sobre ellos, será de manera poco significativa) son:

1. El coste de capital dado el nivel de riesgo de la empresa.
2. El período de tiempo futuro du- rante el cual los inversores esperan que los directivos encuentren oportu- nidades atractivas de inversión. A partir de ese período de tiempo, el sector será tan competitivo que no se podrá obtener rentabilidades supe- riores al coste de capital.

### ■ USO CORRECTO DEL EVA

El EVA, en sí mismo, no es una me- dida de la riqueza creada por una compañía en un año determinado. Con esto se quiere decir que no hay que pensar que el valor creado o des- truido en un ejercicio medido a través del EVA debe quedar refleja- do de manera casi automática en el aumento o la disminución de la coti- zación de una compañía.

El valor de cualquier activo (una em- presa, un pagaré, una obligación del estado, etc.) viene determinado por lo que se espera recibir del mismo en el futuro. En el caso de una empresa, el

valor de mercado o cotización de la misma viene determinada única y ex- clusivamente por lo que se espera de ella, no por lo que haya hecho en el pasado. Es decir, si una persona com- pra una empresa a 31 de diciembre, pagará por ella según lo que espera recibir de ella en el futuro, sin impor- tarle la rentabilidad que haya tenido en el ejercicio que ahora termina, sea menor o mayor que el coste de los ca- pitales empleados.

El EVA mide en qué cantidad los beneficios generados en un período exceden o se quedan cortos con res- pecto al coste de los recursos emple- ados en dicho período. El EVA no mide la riqueza creada o destruida directamente, la medida de la rique- za creada o destruida a una fecha de- terminada es el MVA. El EVA es utilizado porque es la medida que mejor correlación tiene con el MVA. De tal manera, que incrementos consistentes en el EVA lleva a incre- mentos del MVA, y disminuciones consistentes del EVA lleva a dismi- nuciones del MVA.

El EVA surge dentro de un contexto de gran movilidad de capital dis- puesto a ser invertido donde se

ofrezcan mejores rentabilidades. Aquellas compañías que sean incapa- ces de convencer a los inversores de su habilidad para obtener rentabili- dades atractivas están en desventaja en la carrera de obtención de recur- sos. En esta carrera, los directivos tienen que aprender a obtener renta- bilidades atractivas, usando instru- mentos efectivos en la fijación de objetivos a conseguir dentro de la empresa y comunicando los avances en este sentido a los inversores. Es aquí donde el EVA cobra importan- cia, pues mide si la compañía obtie- ne o no rentabilidades atractivas (por encima del coste de los recursos empleados) y en qué unidades de ne- gocio las obtiene, siendo un instru- mento de comunicación interna y externa.

No se puede acabar este artículo sin hacer una mera referencia a otras medidas enmarcadas dentro del con- cepto de creación de valor para el ac- cionista, como son el CFROI (Cash Flow Return On Investment) y el análisis clásico del Descuento de los Cash Flows. ●

Arturo García Alonso.

División de Investigación del IESE.

### BIBLIOGRAFIA

- Armitage, Howard M. and Vijay Jog. "Economic Value Creation. What Every Management Accountant Should Know". CMA Magazine, October 1996, pp. 21-24.
- Bacidore, Jeffrey M., Boquist, John A., Milbourn, Todd T. and Thakor, Anjan V. "The Search for the Best Financial Performance Measure". Financial Analysts Journal, May/June 1997, pp. 11-20.
- Blair, Alistair. "EVA fever". Management Today, January 1997, p. 42-45.
- Christinat, DeAnn. "All about EVA". CFO, October 1996, p. 13.
- Dierks, Paul A. "Using EVA at Outsource, Inc". Management Accounting, January 1997, pp. 56-59.
- Fernández, Pablo. "Eva, Beneficio Económico, MVA, CVA, CF-ROI y TSR". IESE, octubre, 1997.
- Faus, Josep. Políticas y Decisiones Financieras. Estudios y Ediciones IESE, S.L., Navarra, 1997.
- Grant, James L. "Foundations of EVA for Investment Managers". The Journal of Portfolio Management, Fall 1996, pp. 41-48.
- Hamel, Gary; Ehrbar, Al. "Duking it out over EVA". Fortune, August 4, 1997, p. 232.
- Kroll, Karen M. "EVA and Creating Value". Industry Week, April 7, 1997, pp. 102-109.
- Lehn, Kenneth and Makhija, Anil K. "Eva & MVA". Strategy & Leadership, May/June 1996, pp. 34-38.
- Lieber, Ronald B. "Who are the Real Wealth Creators?". Fortune, December 9, 1996, pp. 107-116.
- Myers, Randy. "Metric Wars". CFO, October 1996, pp. 41-50.
- O'Hanlon, John and Peasnell, Ken. "Measure for Measure?". Accountancy, International Edition, February 1996, pp. 44-46.
- Stewart, G. Bennet. The Quest for Value. New York, HarperCollins, 1991.
- Suárez, José Luis. "Creación de Valor Económico para el Accionista". Nota Técnica del IESE, FN-368, Junio 1995.
- Topkis, Maggie. "A New Way to Find Bargains". Fortune, December 9, 1996, pp. 265-266.
- Young, David. "Economic Value Added: A Primer for European Managers". European Management Journal, Vol 15, No 4, August 1997, pp. 335-343.