

Como medir la creación y destrucción de valor (1° parte)

En los últimos años muchas compañías han adoptado – y otras se han visto obligadas a hacerlo – métodos del tipo “*value-based*”¹ para medir su desempeño económico, abandonando las medidas tradicionales de rendimiento como las ganancias por acción el ROE u otros ratios financieros.

El objetivo de este artículo es alertar sobre algunas situaciones donde las decisiones de inversión y la confusión del origen de los recursos con el uso de éstos pueden conducir a la destrucción de valor. *El objetivo de las finanzas es crear valor para el accionista.* Si bien dicho objetivo es aceptado en general por practicantes y académicos, en la vida real algunas compañías adoptan medidas de desempeño que poco tienen que ver con el valor. No es raro encontrar compañías que miden su desempeño con alguna categoría de ganancias, representada por un ratio o una ganancia absoluta. Como veremos, este tipo de medidas de desempeño pueden ser desacertadas. La aparición del método EVA® (*economic value added*) que comienza a difundirse en el año 1991 por la consultora Stern&Stewart de Nueva York, aunque con algunas resistencias, ha motivado que las empresas comiencen a reformular sus medidas de desempeño y a integrar sus sistemas de *management*. EVA® es perfectamente aplicable también en la pequeña y mediana empresa, y ha sido adoptada por muchas compañías de varios países, incluyendo algunas empresas argentinas.²

Este artículo ha sido estructurado en cuatro secciones. La primera sección trata las medidas equivocadas de desempeño. La segunda sección describe como el método EVA® propone una medida superadora de la creación o destrucción de valor. La tercera sección trata la creación de valor con las decisiones financieras. La cuarta sección contiene las conclusiones.

Palabras clave: free cash flow, resultado operativo después de impuestos, crecimiento, ROIC,

1 Medidas equivocadas del desempeño de la compañía

Es conveniente aclarar que hasta fines de 1950 los métodos de evaluación de inversiones y de desempeño económico financiero de la compañía, se basaban fundamentalmente en ratios que eran calculados con la información que suministraban los libros de contabilidad. Cuando aparecen los métodos que tienen en cuenta el valor tiempo del dinero, comienza cierta revolución: practicantes y académicos comienzan a hacer uso del valor actual neto (VAN) y la tasa interna de retorno (TIR). Un sistema típico de gestión económico – financiero se muestra en la figura 1:

¹ Otro método que ha ganado popularidad últimamente es el “Balance Scorecard”. Según el Profesor Michael Jensen, de la Universidad de Harvard, los métodos del tipo “scorecard” carecen de una función objetivo bien definida. Véase el excelente trabajo de Jensen (2001) donde se examina el rol de una función objetivo y su impacto en la productividad y eficiencia de la compañía.

² Varias compañías argentinas han realizado implementaciones parciales del EVA® por requerimiento de sus casas matrices.

Un Sistema Típico de Gestión Económico - Financiero

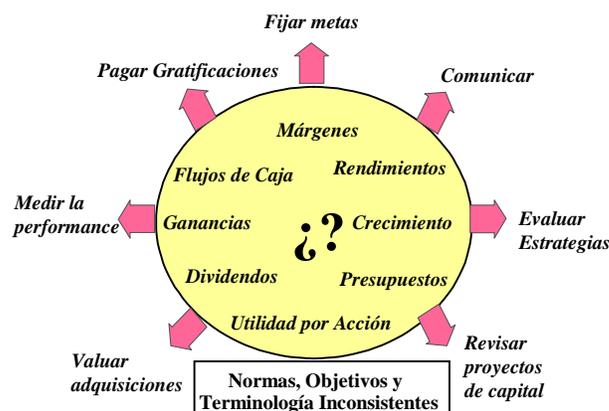


Figura 1. Sistema típico de gestión económico - financiero

¿Cuál es la mejor medida de desempeño? ¿Si se llevan adelante proyectos que aumentan las ganancias estaremos en la ruta correcta? ¿Siempre es bueno el crecimiento? Las ganancias son importantes, pero debe tenerse cuidado, pues una función objetivo basada en éstas puede conducir a decisiones erróneas. Es frecuente encontrar algunas situaciones donde se destruye valor tales como:

- Aceptar proyectos de inversión financiados con deuda, debido a que su TIR es superior al costo de ésta.
- Aceptar proyectos de inversión debido a que producen aumentos en las ganancias de la compañía.
- Percibir el crecimiento de la compañía como algo positivo, pues las ganancias se incrementan, y a la vez aumenta la participación en el mercado.
- Postergar una decisión de *desinversión* pues la unidad de negocio genera “alguna ganancia” y “todo suma”.
- Medir el desempeño de la compañía en alguna medida de rendimiento como el ROE, ROTA, ROA, etcétera.
- Privilegiar la rentabilidad sobre el plazo de cobranza.

Muchos de estos indicadores se han convertido en verdaderos “mitos”. Inclusive, algunas compañías establecen este tipo de medidas como metas, y se esfuerzan por alcanzar guarismos “presentables”. Los ejemplos que siguen nos permitirán demostrar cómo estas medidas de desempeño pueden conducir a decisiones equivocadas.

Error número uno: aumentar las ganancias siempre es bueno

Existe cierta creencia acerca de que el incremento en las ganancias contables siempre es bueno. Esta visión adolece de dos defectos: 1) Se basa en cifras que están sujetas a las distorsiones contables y 2) No tienen en cuenta el valor tiempo del dinero. Por caso, una firma podría decidir llevar a cabo un proyecto simplemente porque le permite incrementar las ganancias de la compañía y otras medidas de rendimiento contable como el ROE, las ganancias por acción e inclusive los dividendos.

Ejemplo: La firma *Unlever* no usa deudas para financiarse y decide llevar adelante un proyecto de inversión ya que éste le permitirá incrementar el resultado operativo, la utilidad neta, el ROE, las ganancias por acción y los dividendos a sus accionistas. El proyecto tiene el mismo riesgo que la compañía en su conjunto, y cómo la compañía se encuentra totalmente financiada con acciones comunes, la tasa de rendimiento que se le debe exigir al proyecto es igual al costo de oportunidad de los accionistas, que en este caso es del 15%. En la tabla 1 se describe las categorías de resultados y ratios con el negocio actual y con la nueva inversión:

	NEGOCIO ACTUAL	NUEVA INVERSIÓN	NEGOCIO ACTUAL+ NUEVA INVERSIÓN	VARIACION
Cantidad de acciones	100	50	150	
Ventas	1400	650	2050	
Resultado operativo	167	100	267	+
Impuestos 40%	67	40	107	
Utilidad neta	100	60	160	+
Capital invertido	1000	500	1500	
ROE	10%	12%	11%	+
Ganancias por acción	1,00	1,20	1,07	+
Dividendos	100	60	160	+
Valor presente flujo de efectivo	667	-100	567	-

Tabla 1. Impacto de la nueva inversión en los resultados de la compañía.

De la tabla 1 se observa que la incorporación de la nueva inversión permite incrementar todas las categorías contables de rendimiento: el resultado operativo, la utilidad neta, el ROE, las ganancias por acción y los dividendos. La única categoría que disminuye es el valor presente del flujo de efectivo. Para facilitar el razonamiento, supondremos corrientes perpetuas de resultados y flujos de efectivo, lo cual significa asumir que el crecimiento será nulo a partir de este momento. La compañía se financia enteramente con capital propio. Siendo el rendimiento esperado por los accionistas del 15% el valor del negocio actual (V) es de:

$$V = \frac{100}{0,15} = 667$$

El valor de la nueva inversión destruye valor por \$100 pues el VAN es negativo cuando tenemos en cuenta el costo del capital:

$$V = \frac{60}{0,15} - 500 = -100$$

Obviamente, luego de realizar el proyecto, el valor de la compañía es de 567. En este ejemplo era muy obvio que no era conveniente realizar el proyecto, si el VAN era calculado previamente. Pero como veremos a continuación, existen otras situaciones en las cuales se cometen errores similares.

Error número dos: aumentar el ROE siempre es bueno

El ROE es una medida muy popular tanto entre analistas como directivos. Tal vez esto se deba a que es una medida de obtención muy rápida, pero que adolece de dos inconvenientes:

- Se encuentra influido por las prácticas contables.
- Es “contaminado” por la estructura de capital.

Los criterios contables de valuación pueden distorsionar los resultados de muchas maneras, ya sea a partir de los criterios para valorar inventarios, provisiones, los métodos de amortización o las formas de contabilizar un gasto en investigación y desarrollo, por mencionar algunas. En el segundo caso, el ROE es afectado por la estructura de capital en dos sentidos: en el numerador, a partir de la utilidad neta, y en el denominador, a través del patrimonio neto contable. En el caso de la utilidad neta, como ésta es calculada después del pago de intereses e impuestos, al ser los intereses un gasto deducible para el impuesto a las ganancias, afecta el pago de impuestos. En el caso del patrimonio neto contable, éste surge de restar al activo total el pasivo total. Por lo tanto, más deuda para financiar los mismos activos significa menos capital propio, produciendo un aumento en el apalancamiento financiero. El ROE puede mejorar cuando se produce un descenso en las tasas de interés por un cambio en el mercado monetario, sin que esto signifique una mejora del desempeño de la compañía. Lo peor es que aún cuando el ROE aumente, la firma aún puede estar destruyendo valor como se mostró en el ejemplo anterior, donde el ROE aumentaba con la nueva inversión, pero ésta conducía a una destrucción de valor, al disminuir el valor presente del flujo de efectivo.

Error número tres: la deuda barata

El criterio del WACC puede acarrear algunos problemas cuando los nuevos proyectos tienen riesgo diferente al de los activos actuales de la empresa. Cada proyecto debe evaluarse según su propio costo de oportunidad, que se encuentra representado por el rendimiento de una alternativa con riesgo comparable. El WACC de la empresa es la tasa de descuento apropiada sólo para aquellos proyectos que tienen el mismo riesgo que los proyectos existentes y que son financiados con la misma mezcla de financiamiento, pero no para aquellos que son más seguros o más arriesgados que los existentes.

Supongamos que la empresa utiliza su WACC para evaluar todas las inversiones. Ello significa que cualquier inversión con un rendimiento superior al WACC será aceptada y cualquiera que tenga un rendimiento inferior al WACC será rechazada. Como veremos, utilizar el WACC para todo tipo de proyectos puede dar lugar a que la compañía acepte, incorrectamente, proyectos relativamente arriesgados y en cambio rechace, correctamente, otros relativamente seguros.

Suponga que usted, como directivo financiero ha detectado un proyecto que demanda una inversión de \$100 y genera un rendimiento al cabo de un año del 20%. El proyecto es arriesgado, pero usted puede financiarlo totalmente endeudando la empresa al 10%. El WACC de la empresa, antes de aceptar el proyecto, es igual al 15%. De esta forma, su inversión de capital propio sería igual a cero, pero al cabo de un año usted cobraría la diferencia entre el flujo de fondos que devuelve el proyecto y la restitución del préstamo con sus intereses (120-110 = 10). Usted ha ganado \$10 sin invertir absolutamente nada. ¿Cuál es su tasa de retorno? Infinita; usted no puede determinarla, puesto que su inversión es cero pero ha ganado algo. A priori, esta inversión parece un regalo del cielo que no debe desaprovecharse.

Suponga ahora que los accionistas pueden conseguir un proyecto con riesgo similar, pero que rinde el 30%; en ese caso, los accionistas le dirán que está muy bien obtener una tasa de rendimiento del 20% , pero que 30% es mejor. ¿Cuál es el costo de capital para analizar el proyecto? ¡El 30%! De esta forma, descontando el flujo de fondos del proyecto con el 30% observamos que su VAN es negativo y la empresa destruye valor por \$7,69:

$$-100 + \frac{120}{(1,30)} = -7,69$$

Para evitar equivocarse al seleccionar un proyecto, siempre debe tenerse presente que no debe confundirse el origen de los recursos con el uso que se hace de los mismos; el proyecto malo sigue siendo malo y no se transforma en un proyecto bueno simplemente por el hecho de que era financiado con deuda barata. **La verdadera tasa “obstáculo” era el 30%, que representa el rendimiento que se obtiene en una alternativa de riesgo similar.**

Error número cuatro: la rentabilidad es mejor, aunque se tarde en cobrar

El VAN y la TIR son medidas que están relacionadas con el largo plazo. En todos los casos se proyecta un flujo de efectivo por unos cuantos años, se contempla un valor de liquidación o un valor de continuidad del negocio, y surge una medida que es representativa de ese período. La realidad es que los gerentes también deben tomar decisiones de corto plazo, y también con las decisiones de corto plazo se puede crear o destruir valor. En el corto plazo se acostumbra a mirar los márgenes de ganancia de las operaciones y tomar decisiones en base a ellos. La compañía “Rentabilidad primero” vende un servicio a sus clientes que ha tenido un gran éxito, y procurando maximizar la riqueza de los accionistas, la gerencia tomó en consideración dos grandes transacciones recientemente realizadas, para medir cual de ellas contribuye más a maximizar el valor de la compañía. Las características de las operaciones pueden observarse en la tabla 2:

	A	B
Horas contratadas	1500	1500
Precio por hora	250	250
Margen de venta s/ Costo directo	12%	10%
Plazo de cobranza (días)	120	30
Costo de capital	10%	10%
Tasa de impuestos	40%	40%

Tabla 2 Plazo de cobranza y margen directo.

Cuando expresamos las operaciones en términos de su resultado operativo después de impuestos y le restamos el cargo periódico por el costo de capital (asumimos que el capital empleado en la operación son las cuentas a cobrar por el tiempo que se tarda en cobrar) observamos que *la operación que más contribuye a maximizar la riqueza no es la de mayor margen de ganancia, sino la que tiene mejor plazo de cobranza:*

	A	B
Ventas	375000	375000
Costo directo	330000	337500
Margen directo	45000	37500
Impuestos	18000	15000
Resultado operativo	27000	22500
Cuentas a cobrar (días cobranza / 365 x ventas)	123288	30822
Cargo por capital (Cuentas a cobrar x costo capital)	12329	3082
Resultado operativo menos cargo por costo de capital	14671	19418

Tabla 3 Rendimientos comparados computando costo del capital.

Error número cinco: crecer siempre es bueno

El crecimiento no siempre significa algo bueno. De hecho, en algunos casos puede ser mejor que la compañía no crezca, pues creciendo, podría destruir valor. **Para que el crecimiento signifique algo bueno, el rendimiento del capital invertido en la compañía debe superar el costo de éste.** A continuación mostramos algunos ejemplos para apoyar nuestra afirmación:

1° caso: Crecimiento sin creación de valor (el rendimiento es igual al costo del capital)

La compañía “*Más tamaño*” crece a una tasa del 5% anual durante cinco años (1997-2001) pero tampoco crea valor, pues si bien reinvierte las utilidades, lo hace con un rendimiento igual al costo del capital. Las inversiones netas representan las exigencias de inversión en capital de trabajo y activos fijos que demanda el crecimiento. En la tabla 4 puede observarse como nuevamente, el valor presente del *free cash flow* iguala el valor del capital invertido:

<i>Crecimiento</i>	5%	5%	5%	5%	5%	
	1996	1997	1998	1999	2000	2001
NOPAT	1000	1050	1103	1158	1216	1276
Capital invertido	10000	10500	11025	11576	12155	12763
Inversiones netas	500	525	551	579	608	0
FCF	500	525	551	579	608	1276
ROIC	10%	10%	10%	10%	10%	10%
WACC	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Capital Invertido	10000					
PV FCF	10000					

Tabla 4. Valor de la compañía B por descuento de flujos cuando ROIC=WACC y g=5%

Donde:

NOPAT: *net operating profit after taxes* (resultado operativo después de los impuestos sobre el resultado operativo)

FCF: *free cash flow* (cash flow libre o flujo de efectivo que producen los activos del negocio, después de impuestos)

FCF: flujo de fondos libre. Es el flujo de efectivo que genera la empresa antes de los efectos del financiamiento, como si estuviera financiada enteramente con capital propio.

PV FCF: valor presente del *free cash flow*

ROIC: *return on invested capital* (rendimiento sobre el capital invertido). Es igual al cociente entre el NOPAT y el capital invertido

Ahora puede observarse en la figura 2 que el NOPAT es mayor al FCF en los primeros años, durante los cuales la firma invierte dinero en activos fijos y de trabajo, pero se igualan al final del año 2001 cuando la compañía alcanza un *estado estacionario* y deja de crecer. En ese momento, cesan las exigencias de inversión en activos fijos y capital de trabajo (que demandaba el crecimiento) y el NOPAT se iguala con el FCF. Es el caso de las compañías que presentan un crecimiento moderado los primeros años de vida, hasta que la competencia y los productos sustitutos detienen el crecimiento o continúa a tasas generalmente más bajas, relacionadas con la economía en la que opera la empresa.

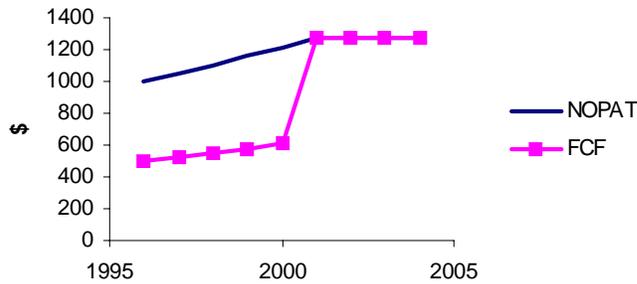


Figura 2 NOPAT y FCF cuando la firma crece.

2° caso: Crecimiento con destrucción de valor (el rendimiento es inferior al costo del capital)

La firma "Tumor" crece vigorosamente al 25%, pero como el ROIC es inferior al WACC, destruye valor permanentemente. Comenzando con un capital invertido de 10.000 en 1990, el valor presente del FCF es de 5.262, teniendo en cuenta que deja de crecer de 1996 en adelante. Cuando el rendimiento del capital es inferior al costo de éste, el crecimiento empeora las cosas. La sensación es inmediata: ¡por favor, pare de crecer!

<i>g</i>	25%	25%	25%	25%	25%	25%
	1996	1997	1998	1999	2000	1995
NOPAT	800	1000	1250	1563	1953	2441
Capital invertido	10000	12500	15625	19531	24414	30518
<i>I</i>	2500	3125	3906	4883	6104	0
FCF	-1700	-2125	-2656	-3320	-4150	2441
ROIC	8%	8%	8%	8%	8%	8%
WACC	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Capital invertido	10.000					
PV FCF	5262					

Tabla 5. Valor de la compañía C por descuento de flujos cuando ROIC<WACC y g=25%

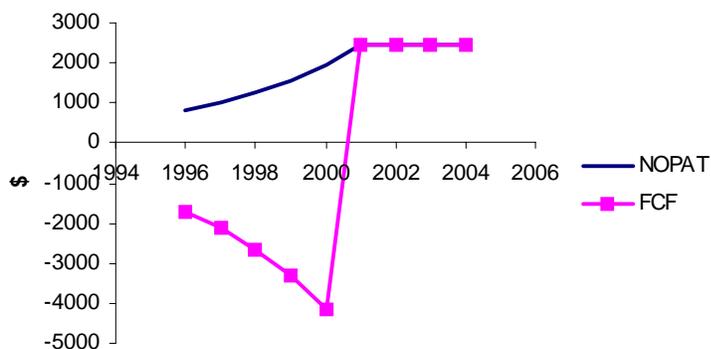


Figura 3 NOPAT y FCF cuando la firma crece y el ROIC<WACC

La firma “Más tamaño” (ROIC=WACC) crece, pero ese crecimiento solamente representa un mayor tamaño, pues no incrementa el valor. La firma “Tumor” (ROIC<WACC) es como los atletas en el ocaso de su carrera; probablemente continúen en actividad unos años más pero a la larga abandonarán la competencia. Ahora pasaremos a ver el ejemplo de la firma W, que seguramente representa un estado ideal que querríamos alcanzar no solamente en el plano de la empresa, sino también a nivel personal.

3° caso: Crecimiento con cash flow negativo puede ser sinónimo de felicidad...(si el rendimiento supera al costo del capital)

Existe por ahí una remera con una inscripción en su parte delantera que reza “el dinero es felicidad”. Este mensaje podría ser entendido desde la perspectiva de la firma como “cash flow positivo es felicidad”. Siguiendo la regla, cuanto más elevado sea el flujo de efectivo de la firma, más felices deberían ser sus dueños, pues habría más dividendos para repartir, serían más ricos, y un cash flow negativo sería percibido como algo malo, que debe evitarse. En la tabla 6 la compañía “Winner” exhibe un crecimiento vigoroso del 30% anual, que mantiene durante 5 años. Al final de ese período, el crecimiento se detiene. Desde 1996 hasta 2000, el *free cash flow* siempre es negativo, debido a las fuertes exigencias de inversión neta que demanda el crecimiento. Sin embargo, el NOPAT es siempre positivo en ese período. La clave es que el ROIC es mayor al WACC durante todo el período. Esto es lo que le permite a la firma comenzar a “disfrutar de la felicidad” a partir del año 2002, cuando cesan las exigencias de inversión y el FCF puede comenzar a distribuirse entre los accionistas. ¿Significa esto que en los años anteriores la firma destruyó valor? Todo lo contrario. **Free cash flow negativo es felicidad, siempre que pueda invertirse con un rendimiento superior al costo del capital.** El valor presente del free cash flow es superior al capital invertido y el valor creado para los accionistas alcanza a 5.916 (15.916-10.000):

Crecimiento	30%	30%	30%	30%	30%	30%
	1996	1997	1998	1999	2000	2001
NOPAT	1200	1560	2028	2636	3427	4456
Capital invertido	10000	13000	16900	21970	28561	37129
Inversiones netas	3000	3900	5070	6591	8568	0
FCF	-1800	-2340	-3042	-3955	-5141	4456
ROIC	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%
WACC	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Capital Invertido	10.000					10000
PV FCF	15.916					

Tabla 6 Valor de la compañía w por descuento de flujos cuando ROIC>WACC y g=30%

La figura 4 resume la relación entre el free cash flow, el NOPAT y el valor de la compañía. En la ordenada sobre la izquierda se mide el valor del NOPAT y el free cash flow y en la ordenada derecha aparece el valor de la compañía. El free cash flow es negativo durante los primeros cinco años para “rebotar” en el año seis igualándose con el NOPAT. Este aumenta todo el tiempo hasta que se estabiliza en 2001. Una implicación importante que se desprende del razonamiento es que las inversiones líquidas de la firma luego del período *T* igualan el monto por depreciación.

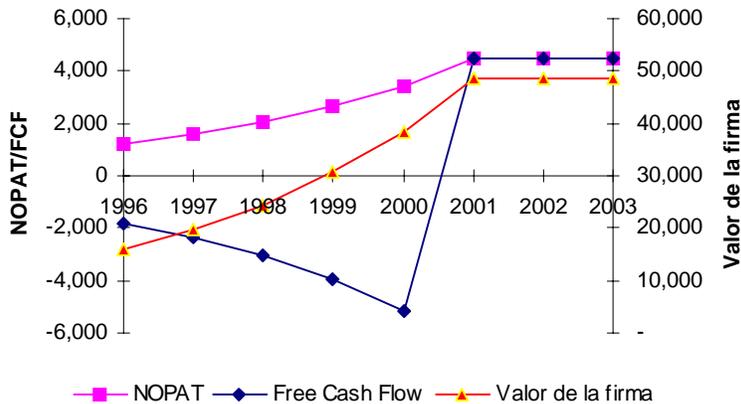


Figura 4 NOPAT, Free cash flow y valor de la firma

Si bien es cierto que el flujo de fondos libre es negativo durante el período de crecimiento, esto es justamente lo que pasa con las firmas que crecen! Tener un flujo de fondos negativo puede ser sinónimo de felicidad³, siempre que los recursos invertidos produzcan un rendimiento mayor al costo de éstos. La “felicidad” se alcanza cuando cesan las exigencias de inversión, el negocio alcanza el tamaño deseado y el free cash flow puede comenzar a distribuirse entre los inversores.

2 Medidas de creación de valor: el EVA®

La técnica del flujo de fondos descontado nos da en un solo número (el VAN o un valor presente) una medida del valor que hoy tiene una corriente de ingresos futura. Pero la técnica del flujo de fondos descontado, y el cash flow como medida de desempeño son incompletos al menos en dos casos:

- No identifican cuanto valor se ha creado o destruido en cada uno de los años que comprende la valuación.
- Aparece una señal confusa cuando en algunos períodos, el cash flow es negativo como consecuencia de las exigencias de inversión que produce el crecimiento.

Suponga que calcula el VAN de un proyecto y este es positivo. ¿Significa esto que en todos los años que dura el proyecto se crea valor? ¿Existe una medida que combine una medida de desempeño de corto y largo plazo?

El método EVA® aparece en 1991 cuando la consultora Stern&Stewart de Nueva York, reelabora el viejo principio del “beneficio económico” adaptándolo a una medida que puede obtenerse a partir de parámetros contables (obtenidos de los estados financieros) y parámetros de mercado (el costo del capital). El concepto genérico del “beneficio económico” que subyace en EVA® (Economic Value Added, *Valor Económico Agregado*) fue establecido hace más de cien años por Alfred Marshall (*The Principles of Economics, 1890*). Por razones de espacio, nos limitaremos a describir brevemente el método para poder establecer como resuelve las

³ Las firmas en crecimiento suelen exigir inversiones que superan en su cuantía el flujo de efectivo generado por las operaciones. Esto es muy bueno, siempre que el dinero se invierta a un rendimiento que supere el costo del capital.

controversias que surgían de los ejemplos anteriores donde planteamos las medidas de desempeño que pueden ser inconducentes.

El método del EVA® nos dice que podemos medir cuanta riqueza es creada o destruida en cada período de la vida de la compañía. La ecuación que utilizamos para calcular el EVA® periódico es:

$$EVA = (ROIC - WACC) \times C$$

Observe que EVA® es el valor absoluto que resulta de restar al retorno del capital en términos absolutos, el costo del capital en términos absolutos. También, puesto que $ROIC \times C = NOPAT$, y $WACC \times C$ representa el cargo absoluto por el costo del capital total de la firma, el EVA® también puede expresarse como:

$$EVA = NOPAT - \text{Costo del capital}$$

El EVA® también funciona bien como método para la valuación de empresas. Para calcular el valor de la compañía con EVA, simplemente se actualiza la corriente de EVA de cada año y se suma finalmente el valor del capital invertido.

$$V(EVA, WACC) = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{EVA}{(1+WACC)^t}$$

El EVA descontado por el WACC arroja exactamente el mismo resultado que la valuación por el método del free cash flow.

El EVA y el FCF descontado en el ejemplo de la empresa Winner

Podemos apreciar ahora los resultados que arrojan EVA y el FCF en el caso de la empresa Winner, el "campeón" de los tres casos analizados, ya que era la única que crecía aumentando su valor. Observe como ahora EVA puede resolver bien la señal confusa que emitía el FCF cuando era negativo en los primeros años aunque el valor aumentaba. EVA nos dice que Winner crea valor todos los años, que de hecho es lo que ocurre, ya que el ROIC es mayor al costo del capital:

<i>Crecimiento</i>		30%	30%	30%	30%	30%
	1996	1997	1998	1999	2000	2001
NOPAT	1200	1560	2028	2636	3427	4456
Capital invertido	10000	13000	16900	21970	28561	37129
Inversiones netas	3000	3900	5070	6591	8568	0
EVA	200	260	338	439	571	743
FCF	-1800	-2340	-3042	-3955	-5141	4456
ROIC	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%
WACC	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Capital Invertido	10.000					
PV EVA + Capital invertido	15.916					
PV FCF	15.916					

Tabla 7 EVA y FCF de la firma Winner

Observe que una ventaja de EVA es que nos da una medida útil para comprender el desempeño de la empresa en un año cualquiera, algo que no ocurría con el flujo de fondos descontado. El aporte de EVA como medida de desempeño descansa en la posibilidad de observar los cambios en el valor período a período.

Conclusiones

- Medir el desempeño de la compañía a partir de ratios contables o ganancias absolutas puede conducir a la destrucción de valor.
- Las ganancias o los ratios de rendimiento no nos dicen nada acerca del costo para generar dichos beneficios. Si el costo del capital (préstamos, bonos o acciones) es, digamos, del 15 %, luego un 14 % de beneficios genera una reducción en el valor económico de la empresa.
- Las ganancias son algo bueno, en la medida que incrementen el valor de la compañía.
- Crecer cuando el rendimiento del capital invertido es inferior a su costo sólo destruye valor. En esos casos es preferible no crecer.
- El free cash flow nos da una respuesta confusa cuando el mismo es negativo en el período de crecimiento – debido a las exigencias de inversión neta – aunque la empresa puede estar creando valor periódicamente según EVA.
- El free cash flow negativo puede ser un gran motivo de felicidad, siempre y cuando puede invertirse con un rendimiento superior al costo del capital.
- EVA combina un parámetro de mercado como es el WACC con otro parámetro contable como es el ROIC.
- EVA da la misma respuesta que el método del free cash flow cuando es utilizado en valuación pero nos da más información, ya que nos dice cual será la creación de valor en cada período, permitiendo alinear los objetivos de la compañía e instrumentar medidas de optimización.

Referencias bibliográficas

- STEWART III, BENNETT G. (1991) *“The Quest for Value”*, Harper Business, 1 ° edición, Nueva York.
- COPELAND, TOM; KOLLER, TIM Y MURRIN, JACK (1990), *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies.*, Wiley , Nueva York.
- L. DUMRAUF, GUILLERMO (2003) *Finanzas Corporativas*, Grupo Guía, Buenos Aires.
- LOPEZ DUMRAUF, GUILLERMO (2003) *Cálculo Financiero Aplicado*. La Ley, Buenos Aires.
- RUBACK, RICHARD (1995) *“A Note on Capital Cash Flow Valuation”* en: *Harvard Business Review*, enero 1995.
- INSTITUTO ARGENTINO DE EJECUTIVO DE FINANZAS (2000), *“La mañana de Stewart Myers”*, traducción de la exposición del Prof. Stewart Myers en el 17° Congreso Anual del IAEF.
- LOPEZ DUMRAUF, GUILLERMO (2001). *“Valuación por descuento de flujos”*, revista del Instituto Argentino de Ejecutivos de Finanzas (IAEF, N° 176, diciembre de 2001).
- LOPEZ DUMRAUF, GUILLERMO (2000). *“El cash flow de la firma”*, revista del Instituto Argentino de Ejecutivos de Finanzas (IAEF, N° 168, agosto de 2000).