



EL SISTEMA DE CREACION DE VALOR

Capítulo

1

¿Por qué apenas ahora, ya comenzando el siglo 21, se están preocupando los empresarios y ejecutivos por la creación de valor para sus empresas? ¿Qué factores han promovido el interés por el tema de la creación de valor? ¿Qué significa crear valor? ¿Qué aspectos de la vida de la empresa son los que inducen al aumento de su valor? ¿Cómo se determina el valor de una empresa? ¿Cómo se implementan procesos de creación de valor?

Este libro y particularmente los capítulos que conforman las dos primeras partes tienen como propósito responder estas preguntas y proveer al lector una idea estructurada de lo que es la Gerencia del Valor (GDV).

La explicación de los conceptos contenidos en este texto supone que el lector ya conoce y domina los conceptos básicos de administración financiera tratados en el otro texto del mismo autor, denominado “Administración Financiera – Fundamentos y Aplicaciones”.

GERENCIA DEL VALOR, VALORACION DE EMPRESAS Y EVA

OSCAR LEON GARCIA S.

olgarcia@epm.net.co

www.oscarleongarcia.com

GERENCIA DEL VALOR: ¿MODA O CULTURA?

En los últimos años hemos visto cómo en las empresas se ha acogido el término *valor agregado* como uno más de su lenguaje cotidiano. Valor agregado para los clientes, Cadena de Valor Agregado, decisiones que agreguen valor, etc., son expresiones con las que ya estamos familiarizados.

Pero curiosamente, y aunque en forma explícita, entre los objetivos empresariales el Objetivo Financiero es el único que menciona el término “valor”, no fueron propiamente los gerentes financieros de las empresas quienes originalmente promovieron procesos en este sentido. La preocupación de los ejecutivos de Producción (Operaciones en el más estricto sentido), por lograr que los productos y servicios además de ser elaborados con la máxima calidad y al mínimo costo, también *llegaran al consumidor en el momento oportuno*, fue tal vez la primera manifestación asociada al valor agregado, en este caso, valor agregado para el cliente. Esto llevó a muchas empresas a emprender ambiciosos programas de mejoramiento continuo encaminados a disminuir los tiempos de ciclo en todas las actividades de su cadena de valor, que es lo que conocemos con el nombre de *Sistema Justo a Tiempo - JAT* que aunque también es conocido como el Sistema de Producción Toyota por haber sido acogido por esta empresa poco después de la segunda guerra mundial, es en realidad una técnica “que consta de unos principios universales de fabricación que han sido bien administrados por algunos fabricantes Japoneses”¹ El tema del mejoramiento continuo ha sido preocupación de los gerentes desde la segunda mitad de la década de los 80, época que denominaremos del florecimiento de la *Cultura de la Calidad y el Justo a Tiempo*.

Comenzando la década de los 90, los ejecutivos de Mercadeo, también en su deseo de direccionar la Estrategia de Mercadeo hacia la generación de valor para los clientes y consumidores, complementaron la definición del objetivo básico de esa actividad, definido como la satisfacción de las necesidades de los clientes, anotando que esta satisfacción *debería darse más allá de sus expectativas*, lo cual se materializaba en la medida en que ellos percibieran en el producto un mayor valor en relación con el precio pagado por éste. Esta forma de pensar dio origen a lo que se denomina *Cultura del Servicio*.

Brindar *calidad de vida* a sus trabajadores es la forma en que muchas entidades definen el valor agregado para éstos.

Pero, ¿Y qué del valor agregado para los propietarios?. Explícitamente, qué modelos gerenciales se han diseñado para ayudar a los gerentes a incrementar el valor del Patrimonio de los socios?

Quienes primero aplicaron los conceptos de valor agregado fueron los ejecutivos de producción.

Los ejecutivos de Producción enfocaron la generación de valor hacia el fomento de la Cultura de la Calidad y el Justo a Tiempo.

Los ejecutivos de Mercadeo enfocaron la generación de valor hacia el fomento de la Cultura del Servicio.

Los ejecutivos de Recursos Humanos enfocaron la generación de valor hacia el fomento de la Cultura de la Calidad de Vida.

¹ Justo a Tiempo. Edward J.Kay, Editorial Norma 1989, página 12.

Aunque el Objetivo Básico Financiero se define como la *MAXIMIZACIÓN DEL VALOR DE LA EMPRESA*, paradójicamente y por muchos años los gerentes no han sido consecuentes con este propósito.

El concepto de valor agregado económico fue referido desde el siglo 19 por los economistas Neoclásicos.

Es importante destacar que desde el siglo 19 economistas Neoclásicos, como Alfred Marshall en su obra Principios de Economía, se refirieron al concepto de generación de valor económico haciendo alusión al hecho de que el capital debía producir ingresos superiores a su costo de oportunidad². Sin embargo estos conceptos nunca fueron acogidos con interés por los empresarios.

Es posible que una de las primeras empresas en explorar el tema del valor agregado para los propietarios haya sido General Motors Corporation que en los años 20 adoptó el concepto en su esquema de medición de resultados³. Aparentemente, la aplicación del concepto fue olvidada hasta que en los años 50 General Electric lo retomó y comenzó a utilizar el indicador denominado “Ingreso Residual” como medida de evaluación del desempeño⁴. Este permanente empeño por crear valor le ha valido a esta empresa ser una de las más reconocidas generadoras de valor en el mundo y en opinión de la revista The Economist la empresa más admirada del planeta⁵, considerada como la tercera más rentable en el globo después de Shell y Exxon⁶. En 1997 el valor de su acción creció cerca del 50% y en los últimos seis años ha reportado una rentabilidad patrimonial promedio del 21% anual en dólares. La rentabilidad del índice Standard & Poors para el mismo lapso fue del 10,34% Durante cuatro años consecutivos (1998-2001) ha ocupado el primer lugar en el ranking de las empresas más admiradas promovido por la revista Fortune.

General Motors y General Electric fueron empresas pioneras en la implementación de procesos relacionados con la medición de la creación de valor.

Igualmente, en el estudio “Las empresas más respetadas del mundo” preparado a finales de 2001 por el Financial Times y Pricewaterhouse Coopers esta empresa ocupó el primer lugar en la categoría de compañías que generan más valor a sus accionistas. El estudio fue publicado en la edición de diciembre 17 de 2001 del Financial Times y se puede obtener en la siguiente dirección: <http://specials.ft.com/wmr2001>

El gráfico 1-1 ilustra el comportamiento de esa acción entre el 1 de enero de 1996 y el 31 de diciembre de 2001, de acuerdo con información extraída de la página de Internet de Microsoft Network y que el lector podrá monitorear hoy mismo en la siguiente dirección: www.msn.com/

El concepto de valor agregado para los propietarios no es, pues, más que el que pregonaba el Objetivo Básico Financiero de la Empresa, por cierto

² Value Based Management. James L. Knight, McGraw Hill 1998, página 2.

³ Creating Value Through EVA, Myth or Reality? Strategy and Business. Israel Shaked y otros. Booz, Allen & Hamilton. Cuarto trimestre, 1997.

⁴ Creating Shareholder Value. Alfred Rappaport, segunda edición, The Free Press, 1998, página 121.

⁵ “The House That Jack Built” The Economist, septiembre 1999.

⁶ Revista Fortune, marzo de 1998

definido hace décadas, como que debe ser el aumento del valor de su patrimonio, o lo que es lo mismo, *el aumento del valor de la empresa*. Así de sencillo y sin embargo en muchas empresas no se vive este objetivo como algo trascendental.

El Objetivo Básico Financiero de la empresa es incrementar su valor para los propietarios.

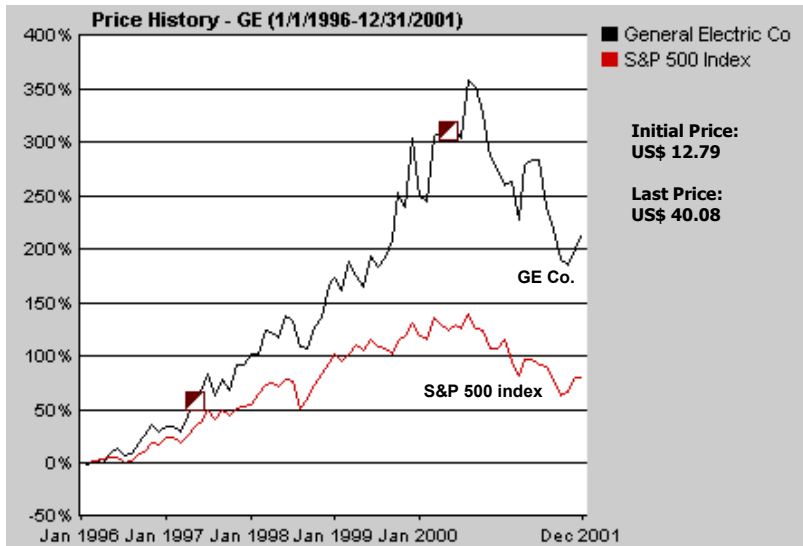


Gráfico 1-1 Comportamiento de la acción de General Electric

En los últimos años y como consecuencia de factores que describiremos más adelante los empresarios y ejecutivos han comenzado a volcar su interés sobre el objetivo básico financiero, es decir, sobre la generación de valor para los propietarios, pues al fin han reconocido a este concepto como el eslabón que une los demás objetivos relacionados con clientes y trabajadores. Por ello diremos que la Gerencia del valor, GDV, más que un nuevo enfoque gerencial o una moda es la última fase de una tendencia que se gestó hace varios años cuando se utilizó el Valor Agregado como un término amplio, sin una frontera específica, y que para finales de siglo ha forzado a los gerentes a fomentar en sus empresas

la *Cultura de la Creación de Valor*. Y así como en los años 80 y 90 predominaron términos como Gerencia de la Calidad, Gerencia del Servicio y Gerencia del Talento Humano, el siglo 21 recibe a los empresarios y ejecutivos proponiéndoles una alternativa integral que denominaremos *Gerencia de Valor*.

Definición de Gerencia del Valor. Por Gerencia del Valor (GDV), entenderemos la *serie de procesos que conducen al alineamiento de todos los funcionarios con el direccionamiento estratégico de la empresa, de forma que cuando tomen decisiones, ellas propendan por el permanente aumento de su valor.*

CONCEPTO CLAVE
Gerencia del Valor
Serie de procesos que permiten la alineación de los ejecutivos con el Direccionamiento Estratégico, de forma que las decisiones propendan por el permanente aumento del valor de la empresa.

Como el lector podrá observar, no hay nada raro, misterioso, complejo o exótico en la definición. Casi que podría afirmarse que raya con el

sentido común. Pero curiosamente, son muchísimas las empresas que no utilizan este enfoque, ya por desconocer su existencia, o porque han fallado en su primer intento, o porque todavía no ven este proceso como algo serio que puede arrojar resultados importantes.

ORIGEN DE LA CRECIENTE PREOCUPACION POR EL VALOR

La gerencia financiera de las empresas está cambiando. Además de la preocupación por los resultados del período, reflejados en indicadores como los márgenes de utilidad, la relación precio-ganancia⁷ y el crecimiento en las ventas y las utilidades netas, entre otros, los empresarios y gerentes están dirigiendo su atención hacia aquellos aspectos que tienen relación con las perspectivas de largo plazo de las entidades que poseen o administran. Y esas perspectivas de largo plazo no tienen un propósito distinto que el aumento del valor de la empresa.

Pero, ¿qué es lo que ha generado esa creciente preocupación por la generación de valor y en particular por la *Gerencia del Valor* (GDV)?

Cuatro factores han contribuido a ello:

- ✚ *El flujo mundial de capitales.*
- ✚ *El reto que plantea la apertura.*
- ✚ *Las privatizaciones.*
- ✚ *La necesidad de mejores medidas de evaluación del desempeño.*

Los anteriores factores también han promovido el interés por el aprendizaje y aplicación de los métodos de valoración de empresas.

La preocupación por la generación de valor se ha dado principalmente por:

- *El flujo mundial de capitales.*
- *Los retos de la globalización.*
- *Las privatizaciones.*
- *La necesidad de mejores medidas para evaluar el desempeño.*

Flujo mundial de capitales. La libertad que hoy por hoy tienen los capitales para moverse a través del sistema económico global genera entre quienes los poseen o administran un enorme interés por la búsqueda de opciones para multiplicarlo. Ello es favorecido por el enorme poder que están adquiriendo los grandes conglomerados internacionales y los fondos de inversión, principalmente los fondos de pensiones, lo cual, a su vez, ha conducido a una gran expansión en los mercados de acciones.

Los propietarios de estos fondos demandan de sus administradores el incremento del valor de su inversión y estos a su vez deben replicar esta exigencia en quienes gerencian las empresas donde dichos fondos de inversión tienen comprometidos sus recursos.

Este flujo mundial de capitales hace que las empresas compitan internacionalmente no sólo por conquistar nuevos mercados y clientes

⁷ Que aplica a empresas con presencia en el mercado público de valores y se define como el valor de la acción dividido entre la ganancia por acción. Esta última, a su vez, se obtiene de dividir la utilidad neta entre el número de acciones.

sino también por capital para financiar sus operaciones. Esto supone una atractiva oportunidad para que empresas de alto desempeño, término que utilizaremos a lo largo de este texto como sinónimo de empresas generadoras de valor, puedan acceder a recursos para financiar su crecimiento en condiciones más favorables en cuanto a costo y riesgo, pues si son generadoras de valor, las entidades calificadoras internacionales las considerarán como sujetos atractivos de inversión facilitando con ello la colocación de bonos y acciones en los mercados de capitales internacionales.⁸

Lo anterior supone, igualmente, el riesgo de que empresas subvaloradas y/o mal administradas puedan ser sujeto de adquisición en condiciones muy favorables para quienes las compran, principalmente conglomerados locales o internacionales, siempre atentos a este tipo de oportunidades.

Por ejemplo, el plan de expansión del conglomerado Angloamericano Hanson PLC, que es una de las más grandes empresas del mundo dedicadas a la producción y explotación de materiales de construcción, se basa en la adquisición de empresas ya constituidas más que en la creación de nuevas.

Esta empresa tiene definidos unos principios que guían a sus ejecutivos cuando están considerando y evaluando una potencial adquisición. Por su relación con la Gerencia del Valor, se destacan los cuatro siguientes:

1. Enfocarse en empresas *que actualmente muestren un bajo desempeño* y donde sus gerentes hayan logrado algún progreso hacia la mejora de ese desempeño.
2. Evaluar la posibilidad de *que los activos de esas empresas puedan garantizar el pago de la deuda* que se tome para apoyar la compra.
3. Evaluar la posibilidad de *disponer de alguna de las líneas de negocios* de la empresa objetivo, con el fin de pagar la deuda que se tome para apoyar la compra.
4. Evaluar *qué tantos costos y gastos fijos en exceso pueden ser eliminados* después de la adquisición.⁹

El primer principio sugiere que las empresas de bajo desempeño, generalmente por mal administradas, tienden a ser percibidas como empresas de bajo valor de mercado, es decir, empresas destructoras de valor. El segundo sugiere que estas empresas pueden valer más por los activos que poseen que por la actividad que desarrollan, justo por ser destructoras de valor lo cual analizaremos en los capítulos 5 y 14 en los que profundizaremos en el estudio detallado del EVA-Economic Value

La libertad de circulación de los capitales ha fomentado el crecimiento de los mercados accionarios y la inversión por parte de los grandes conglomerados internacionales.

⁸ En la página 392 del Texto “Administración Financiera-Fundamentos y Aplicaciones” del mismo autor se ilustran los criterios de calificación de bonos utilizados por la firma Moody’s.

⁹ “Gaining and Sustaining Competitive Advantage”, Jay B. Barney. Addison Wesley 1997, página 368.

Added y el MVA-Market Values Added.¹⁰ El tercero sugiere que si una empresa posee unidades de negocios que pueden generar más valor en manos de otra entidad, un eventual comprador podría liberar buena parte del valor pagado en la adquisición simplemente desprendiéndose de dicha unidad de negocios. El cuarto sugiere que empresas con estructuras operativas que impliquen la incurrencia de costos y gastos fijos considerados excesivos con respecto al promedio del sector también son percibidas como de bajo valor de mercado y un comprador podría librar buena parte de lo pagado por adquirirla simplemente llevando a cabo una drástica reestructuración operativa que apunte a la reducción de esos costos y gastos.

Apertura económica. La presión de la globalización ha forzado a los países a abrir sus economías eliminando con ello la eventual protección que para las empresas domésticas representaban las barreras arancelarias. La eliminación o disminución de estas barreras ha ocasionado que muchas empresas queden expuestas a una competencia desigual con otras extranjeras poseedoras de un gran tamaño o ventajas comparativas en términos de tecnología, costos financieros, economías de escala o economías de alcance. Ello puede causar una enorme destrucción de valor e inclusive la desaparición de muchas empresas locales, ya porque las extranjeras ofrezcan un menor precio o porque manteniendo el mismo de los participantes domésticos puedan brindar un mayor valor agregado en términos de beneficios adicionales en sus productos o servicios.

La apertura económica ha forzado a las empresas domésticas a implementar procesos de reestructuración para evitar la migración de su valor.

Frente a estas amenazas muchos empresarios, para garantizar la supervivencia y el crecimiento de sus negocios evitando con ello la disminución de su valor, además de que han debido emprender reestructuraciones para que sus empresas sean eficientes y productivas, también han recurrido, entre otras, a alternativas como fusiones, adquisiciones, desinversiones, alianzas estratégicas, licenciamientos y franquicias, entre otras.

Estas opciones, además de que propenden por el aumento del valor de la empresa, implican la realización de un ejercicio de valoración que permita medir su efecto sobre el patrimonio de los propietarios. La segunda parte de este texto provee los conceptos y metodologías necesarias para llevar a cabo dicho ejercicio.

Privatizaciones. La tendencia a la reducción del tamaño del Estado, ofrece, principalmente en las economías menos desarrolladas, la oportunidad a los particulares de adquirir o participar en la propiedad de empresas del Estado, lo mismo que explotar actividades que antes eran monopolio de éste.

¹⁰ EVA y MVA son marcas registradas por la firma consultora Stern Stewart & Co. de los Estados Unidos de Norteamérica.

La Gerencia del Valor cumple aquí un importante papel cual es el de forzar a los gerentes de las empresas estatales a emprender acciones que propendan por la generación de valor con el fin de que pueda darse la mayor apropiación posible de valor antes de la privatización, lo cual se reflejará en el precio logrado en la negociación.

Las privatizaciones obligan a los gerentes a llevar a cabo procesos de reestructuración con el fin de mejorar el valor de las empresas a privatizar.

Como en el caso de los dos primeros factores, esto también implica la realización de ejercicios de valoración de empresas en los que se plasma el efecto que sobre el valor podrían tener eventuales reestructuraciones que pudieran realizarse antes de la privatización.

Necesidad de mejores medidas para evaluar el desempeño. Por años hemos sido testigos del mal uso que se ha dado a las medidas de desempeño financiero. Ello en razón de que los indicadores que se utilizaban para evaluarlo se consideraban en forma aislada unos de otros.

Meditemos, por ejemplo, en la forma como en las décadas de los 70 y 80, para referenciar sólo ese lapso, se evaluaban los resultados de las empresas. ¿Recuerda usted haber recibido instrucciones con respecto a que se hiciera un análisis exhaustivo de la rentabilidad de la empresa y del patrimonio de sus propietarios? ¿Recuerda haber recibido instrucciones en el sentido de observar la forma como la empresa había destinado su flujo de caja libre en los últimos cinco años? ¿Recuerda haber recibido instrucciones para determinar si se había alcanzado el objetivo básico financiero definido como el aumento del valor de la empresa? Si contesta afirmativamente las tres preguntas su caso es la gran excepción.

Muchas medidas tradicionales de medición de resultados no están enfocadas hacia la medición de la creación de valor para los propietarios.

La evaluación del desempeño de las empresas se ha soportado en indicadores que si bien debemos reconocer pueden ser útiles para algún tipo de análisis, no apuntan hacia lo fundamental que es permitir saber si hubo o no, agregación de valor y mucho menos permiten determinar si las estrategias de la empresa han conducido o no a los resultados deseados.

Es así como leemos los informes contables de las empresas y encontramos que además de ser abundantes en información (y páginas), se circunscriben a la descripción de resultados comparativos de crecimiento de las cifras del estado de resultados y el balance general sin profundizar ni establecer relaciones entre ciertos tipos de variaciones que pueden tener alguna relación de causalidad o a veces describiendo relaciones irrelevantes.




Por ejemplo, el incremento en las utilidades del período con respecto al anterior es normalmente una de los primeros aspectos que los empresarios observan cuando a sus manos llegan los estados financieros. Supongamos el caso de una empresa que registró un incremento del 15% en la utilidad operativa con respecto al año anterior, cifra que es considerada como satisfactoria. Los activos operativos a su vez

registraron un incremento del 20% en el mismo lapso. Como estudiaremos en capítulos posteriores esta situación en una que destruye valor y sin embargo muy pocos empresarios están atentos a relacionar estos dos eventos.

Recordemos que el hecho de que puedan emplearse métodos alternativos para la contabilización de ciertas transacciones hace que los gerentes puedan optar por registros que terminan impidiendo que los estados financieros reflejen hechos asociados con la realidad de la empresa en términos de agregación de valor. Igualmente, propósitos tributarios pueden conducir a la contabilización de ciertas partidas de forma que la utilidad contable aumente o disminuya. En el capítulo 6 dedicado al estudio de inductores operativos y financieros profundizaremos en el análisis de las limitaciones de algunos indicadores financieros tradicionales.

EL SISTEMA DE CREACION DE VALOR

La creación de valor en la empresa se promueve de tres maneras:

-  *A través del Direccionamiento Estratégico.*
-  *A través de la Gestión Financiera.*
-  *A través de la Gestión del Talento Humano*

El sistema de Creación de valor está conformado por ocho procesos:

- *adoptar mentalidad estratégica.*
- *Implementar la estrategia.*
- *Definir inductores de valor.*
- *Identificar microinductores.*
- *Valorar la empresa.*
- *Monitorear el valor.*
- *Educar, entrenar y comunicar.*
- *Compensar resultados de valor.*

Estas tres alternativas de gestión agrupan, a su vez, los procesos¹¹ que hacen parte de lo que el autor concibe como “El Sistema¹² de Creación de Valor” para los propietarios, que se ilustra en el gráfico 1-2 y que en su opinión son los procesos que deben implementarse para garantizar el fomento de la cultura de la gerencia del valor en la empresa.

A través del Direccionamiento Estratégico, la creación de valor se fomenta a través de dos procesos:

1. *Adopción de Mentalidad Estratégica.*
2. *Implementación de la Estrategia.*

A través de la Gestión Financiera se debe trabajar en cuatro procesos:

1. *Gestión de los Inductores de Valor.*
2. *Gestión de los Microinductores de Valor.*
3. *Valoración de la Empresa.*
4. *Monitoreo del Valor.*

Finalmente, en lo relacionado con la gestión del talento humano deben promoverse dos procesos:

¹¹ PROCESO: Conjunto de las fases sucesivas de un fenómeno natural o de una operación artificial. Diccionario Larousse de la lengua Española.

¹² SISTEMA: conjunto de elementos interrelacionados con un mismo propósito. Diccionario Larousse de la lengua Española

1. *Educación, Entrenamiento y Comunicación.*
2. *Compensación atada a resultados asociados con el valor.*

En la práctica, hay que trabajar simultáneamente en la implementación de los diferentes procesos teniendo en cuenta la realidad de la empresa, en el sentido en que puede que ya exista algún tipo de avance en relación con cada uno de ellos. Por ejemplo, puede darse el caso que una empresa tenga definido un muy coherente plan estratégico pero no haya avanzado sustancialmente en el proceso de implementarlo. Igualmente, puede tener un sistema de indicadores de gestión materializado en la definición de algunos microinductores de valor pero éstos no estar perfectamente alineados con el propósito de generar valor para los propietarios.

En las páginas siguientes se hará una breve descripción del contenido de cada uno de los procesos del Sistema de Creación de Valor.

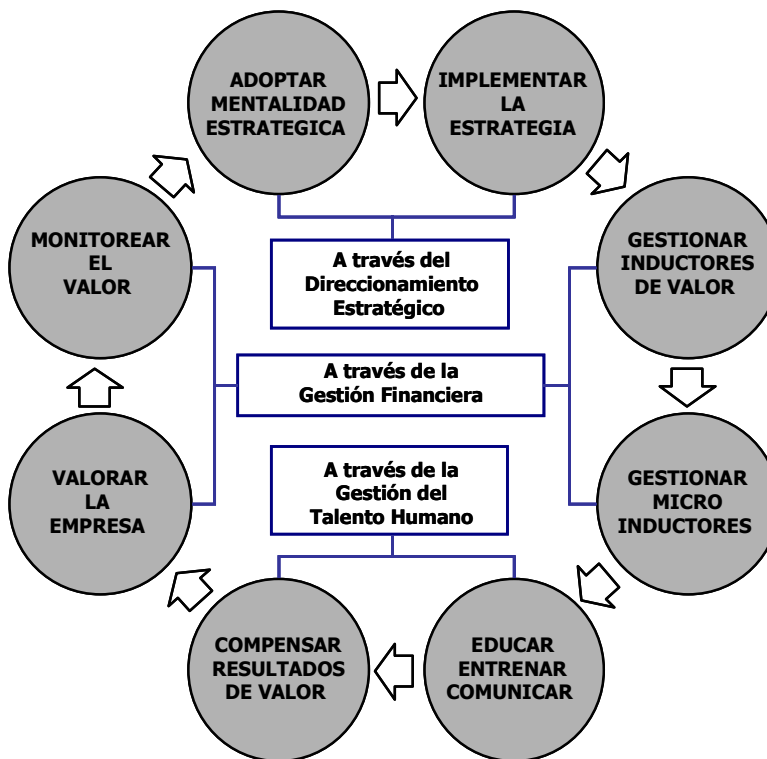


Gráfico 1-2 Sistema de Creación de Valor. Derechos reservados Oscar L. García 2002.

Adoptar Mentalidad Estratégica. Aceptando la hipótesis en el sentido que *la generación de valor es el resultado del éxito de la estrategia de la empresa*, es lógico entender por qué la primera condición para que pueda promoverse la Cultura de la Gerencia del Valor es que *El Gerente*, quien es *El Estratega*, y sus colaboradores claves, tengan muy claramente definida la apariencia futura de la organización. A esto le llamaremos tener mentalidad estratégica.

CONCEPTO CLAVE***Mentalidad Estratégica***

Es la forma de pensar que permite dar forma y clarificar el perfil estratégico futuro de la organización.



La Gerencia del Valor permite traducir la visión de la empresa en valor agregado para los propietarios.

La Ventaja Competitiva está relacionada con la rentabilidad y la generación de valor.

Las Competencias Fundamentales hacen que una empresa sea diferente de las demás y explica por qué unas empresas generan más valor que otras.

Las competencias fundamentales también pueden definirse como aquello que la empresa hace mejor que los demás, es valioso, raro y difícil de copiar.

En términos sencillos podría afirmarse que tener mentalidad estratégica es tener definido el rumbo que queremos darle a la empresa. Es por ello que muchos académicos de la estrategia afirman que tener mentalidad estratégica es la estrategia misma¹³.

Saber para dónde va la empresa está íntimamente relacionado con lo que denominamos *tener Visión*. En este sentido podría afirmarse, igualmente, que la *Gerencia del Valor como instrumento que contribuye al fomento de la cultura de la creación de valor*¹⁴ es, finalmente, el factor clave que permite traducir la Visión de la empresa en valor agregado para los propietarios.

En el capítulo 2 se explicará la forma en que la Mentalidad Estratégica se relaciona con la creación de valor para los propietarios. El gráfico 1-3 ilustra los principales elementos de dicha relación, cuyo principal eslabón es el concepto de Ventaja Competitiva que a su vez entenderemos como sinónimo de agregación de valor, y que asociaremos con la rentabilidad en la medida en que ésta es la manifestación misma de dicha ventaja.

Una propuesta alrededor de los componentes del modelo de direccionamiento estratégico de la empresa se explicará en el mencionado capítulo.

Es este gráfico se observa cómo la expresión de la Visión y Misión, la definición la fuerza inductora de de valor, la definición del negocio y el modelo de negocio, son factores que apuntan a la formación de las denominadas *Competencias Fundamentales* o *Core Competencies*.

Este concepto, que apenas a finales de los años noventa tuvo su mayor acogida por las empresas de los países en desarrollo, se define como “*un conjunto integrado de habilidades y tecnologías que permite proveer un beneficio particular a los clientes*”¹⁵ y que como producto de la acumulación de conocimiento propicia el éxito competitivo de la empresa. Es lo que hace diferentes a las empresas y explica por qué unas son más generadoras de valor que otras. También se le denomina Competencias Esenciales, Competencias Medulares, Capacidades Distintivas o simplemente Competencias Empresariales. En este texto utilizaremos cualquiera de estos términos para referirnos a las mencionadas competencias.

Las Competencias también pueden ser entendidas como aquello que una empresa hace muy bien, mejor que los demás, es valioso, raro y difícil de copiar. La explicación detallada de estos atributos se presenta en el mencionado capítulo 2.

¹³ Strategy Pure & Simple II. Michel Robert, McGraw Hill 1998, Página 26.

¹⁴ En algunas empresas la denominan simplemente “Cultura Financiera”

¹⁵ Hamel, Gary y Prahalad, C.K.. “Competing for the Future” Harvard Business School Press, 1994, página 223

Dado que el primer paso que debe llevarse a cabo cuando se valora una empresa es realizar un diagnóstico estratégico y financiero, la comprensión del concepto de Mentalidad Estratégica y en general de lo que es el Direccionamiento Estratégico adquiere singular importancia, pues la percepción en cuanto a las posibilidades futuras de generación de flujo de caja está directamente relacionada con la estrategia, incluida la forma como ésta es implementada en los diferentes niveles de la organización.

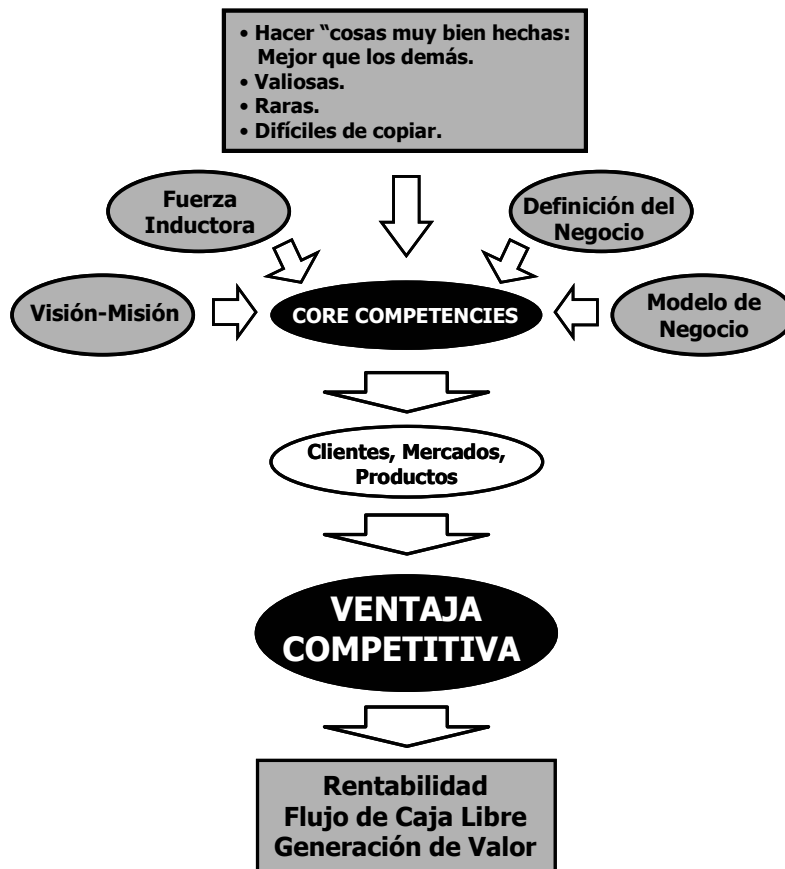


Gráfico 1-3 Direccionamiento Estratégico y creación de valor.
Derechos reservados Oscar L. García 2002.

Implementar la Estrategia. Se relaciona con las actividades que deben llevarse a cabo para hacer que la estrategia opere de acuerdo con las intenciones de la gerencia. Entre las principales actividades que se llevan a cabo en este proceso están las siguientes:

- ☞ Selección de la herramienta de implementación.
- ☞ Definición del procedimiento de evaluación de inversiones.
- ☞ Adecuación de las mejores prácticas para el mejoramiento continuo.

El Balanced Scorecard es una herramienta que facilita la implementación de la estrategia.

Una interesante herramienta que facilita la implementación estratégica es el Balanced Scorecard, BSC, que en español se conoce como Cuadro de Mando Integral o Cuadro de Gestión Integral o simplemente Tablero Balanceado de Indicadores.

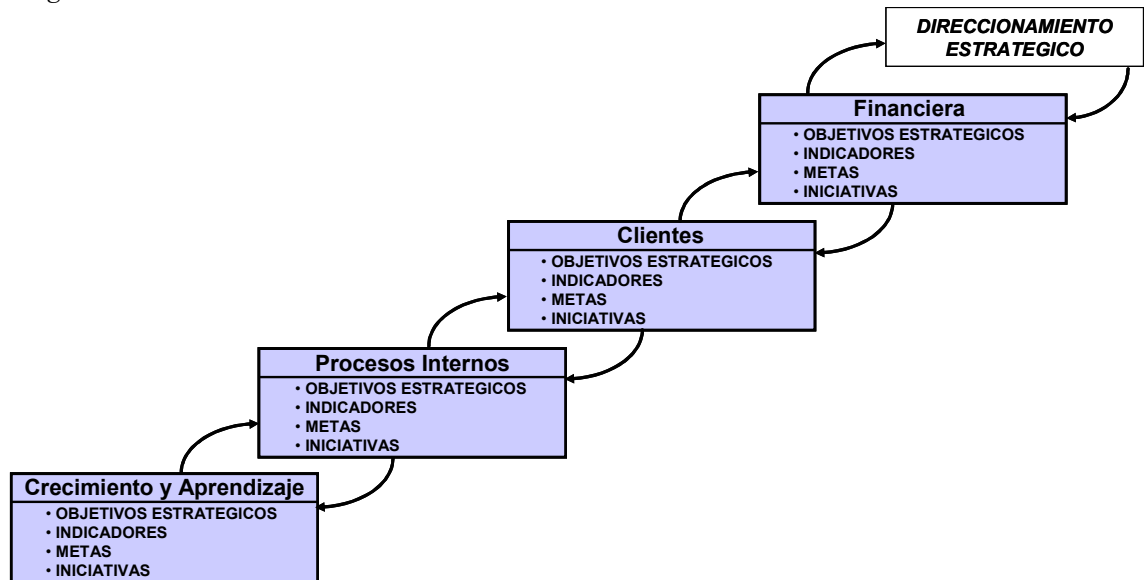


Gráfico 1-6 Modelo general del Balanced Scorecard o Cuadro de Gestión Integral.

Este audaz modelo, producto del trabajo académico de los profesores Robert Kaplan, David Norton y su grupo de colaboradores de la Universidad de Harvard, enlaza en relación causa-efecto todos los objetivos estratégicos de la empresa alrededor de cuatro perspectivas: Financiera, Clientes, Procesos Internos y Crecimiento y Aprendizaje¹⁶, con el fin de lograr que la estrategia de la empresa pueda ser traducida en acciones operativas concretas. Una vez definidos los objetivos estratégicos que apuntan a la generación de valor, se procede a definir los indicadores de desempeño y resultado que permitirán medir su alcance. El gráfico 1-6 ilustra una adaptación libre del autor con respecto al BSC.

Las mayores posibilidades de generación de valor agregado están asociadas con la identificación, selección y ejecución de alternativas de crecimiento con rentabilidad.

Dado que *las mayores posibilidades de generación de valor agregado están asociadas con la identificación, selección y ejecución de alternativas de crecimiento con rentabilidad* que implican el compromiso de recursos por parte de la empresa, el establecimiento de claros lineamientos para la inversión es factor crítico para disminuir la posibilidad de que esos recursos se destinen a proyectos con rentabilidad inferior al costo de capital.

Entre los aspectos sobre los que debe hacerse mucha claridad en la determinación de los lineamientos para la inversión, están los siguientes:

¹⁶ The Strategy Focused Organization. Robert S. Kaplan y David P. Norton, Harvard Business School Press, 2001, página 77.

- *La manifestación inequívoca de la gerencia en el sentido de que el Objetivo Gobernante de la empresa es la creación de valor para los propietarios y por lo tanto, toda inversión debe estar alineada con el propósito de traducir la visión en valor y cumplir las condiciones que se establezcan en relación con la rentabilidad, capacidad de inversión, endeudamiento y recuperación del capital invertido.*
- *La justificación de las diferentes alternativas mediante la utilización de Casos de Negocios que deben estar en armonía con el Plan de Negocios de la empresa.*
- *La intolerancia con el denominado “mal crecimiento” que es aquel en el que la rentabilidad de las inversiones marginales es inferior al costo de capital.*

Un factor crítico de éxito en la implementación de la estrategia es tener claramente definidos unos Lineamientos para la Inversión.

Gestionar Inductores de Valor. Este proceso consiste en determinar cuál o cuáles son las variables asociadas con la operación de la empresa que más inciden o afectan su valor, para luego promover en todos los niveles de la organización el alineamiento de las decisiones hacia la mejora permanente de esas variables, que denominaremos Inductores de Valor. Definiremos Inductor de Valor como aquel *fenómeno de la operación de la empresa que está atado en relación causa-efecto a su valor, y por lo tanto, permite explicar el por qué de su generación o destrucción como consecuencia de las decisiones tomadas.* Los capítulos 3 al 6 abordan el estudio de dichos inductores.

El valor agregado para los propietarios se manifiesta de dos formas:

1. *Porque la empresa crece con rentabilidad.*
2. *Porque se aumenta su valor agregado de mercado.*

Hay crecimiento con rentabilidad cuando las inversiones marginales rinden por encima del costo de capital de la empresa. Cuando esto ocurre, el EVA se incrementa en relación con el período anterior. Lo anterior sugiere que no basta con que una empresa genere en el período una rentabilidad superior al costo de capital en relación con sus activos; se requiere que esa condición se de para toda inversión marginal que la empresa realice en dicho período.

Aunque en la mayoría de los capítulos de este texto se establecen relaciones entre los temas tratados y el EVA, los capítulos 5, 13, 14 y 15 abordan con especial profundidad este concepto. En el capítulo 5 veremos el papel que desempeña el indicador EVA en la evaluación del desempeño empresarial. Allí se describirán los elementos que participan en su cálculo y se explican las diferentes decisiones que pueden tomarse con el fin de mejorarlo.

La otra manifestación del valor agregado es el incremento del Valor Agregado de Mercado, o MVA por sus iniciales del Inglés Market Value Added. *Dicho incremento se da cuando se produce un aumento del valor de la empresa mayor que los recursos invertidos para lograrlo.*

CONCEPTO CLAVE

Inductor de Valor

Fenómeno asociado con la operación del negocio que por tener relación causa-efecto con su valor, permite explicar el por qué de su generación o destrucción como consecuencia de las decisiones tomadas.



El valor agregado para los propietarios se manifiesta cuando la empresa crece con rentabilidad y cuando se incrementa su valor agregado de mercado, MVA.

Hay crecimiento con rentabilidad cuando las inversiones marginales rinden por encima del costo de capital.

Expliquemos esto con un ejemplo de la vida cotidiana.

Suponga que usted decide remodelar su casa o apartamento no sólo con el fin de vivir en un sitio más confortable sino también de incrementar su valor comercial. Para ello usted realiza inversiones por \$15 millones con lo cual el valor comercial del bien se estima que aumentaría en \$20 millones. La diferencia de \$5 millones representa el valor agregado de mercado implícito en su decisión.

El crecimiento con rentabilidad se refleja en el incremento del EVA de un período a otro.

Como aprenderemos en el capítulo 14, MVA se define como el *valor presente de los EVA futuros de la empresa, o lo que es lo mismo, la diferencia entre el valor de la empresa como negocio en marcha y el valor de la inversión realizada para formar sus activos de operación, que también se denomina “Capital Empleado”*. Lo anterior supone que para calcular el MVA se requiere de la realización de un ejercicio de valoración de la empresa, que bien puede llevarse a cabo trayendo a valor presente sus futuros flujos de caja libre (FCL), o sumándole al valor presente de los EVA futuros el valor de la inversión en activos de operación al momento de la valoración.

El MVA se aumenta cuando el valor de la empresa se incrementa en mayor proporción que los activos invertidos para lograr dicho incremento.

El MVA es lo que en el lenguaje cotidiano los pequeños empresarios llaman la “prima” del negocio; un término más técnico que acoge la contabilidad para reflejar dicho MVA es “Good Will”; y en el capítulo 14 aprenderemos que todo ello no es más que el Valor Presente Neto (VPN), de la empresa.

De lo anterior se deduce que entre el MVA y el flujo de caja libre de la empresa existe una estrecha relación y por lo tanto, todas las decisiones que se toman en las diferentes áreas deberían propender por el permanente aumento de dicho FCL.

El MVA es igual al valor presente de los EVA futuros. Es lo que en el lenguaje cotidiano se denomina “Prima del Negocio”

El incremento del EVA y el MVA, que como acaba de explicarse es la forma en que se manifiesta el valor agregado para los propietarios, se produce, a su vez, como consecuencia del comportamiento favorable de lo que seguiremos denominando “Inductores de Valor”

Los inductores de valor se clasifican en cuatro categorías:

1. *Macroinductores.*
2. *Inductores Operativos y Financieros.*
3. *Inductores Estratégicos.*
4. *Microinductores.*

La relación entre las tres primeras categorías se ilustra en el gráfico 1-4. Allí se observa como los dos grandes inductores de valor en toda empresa son la Rentabilidad del Activo y el Flujo de Caja Libre, que denominaremos Macroinductores de Valor, como quiera que el incremento del EVA y el MVA está directamente asociado, por un lado, con el comportamiento favorable de la rentabilidad del activo y por el otro, de que en los FCL futuros esté implícita una rentabilidad superior al

costo de capital en relación con los recursos comprometidos en el negocio.

Dada la importancia que reviste la Rentabilidad del Activo y el FCL en la medición de la creación de valor, dedicaremos dos capítulos a su estudio; el 3 y el 4.

El gráfico 1-4 sugiere, igualmente, que los factores que afectan la rentabilidad del activo son los mismos que afectan el FCL, fenómeno que se explica al final del capítulo 4. Estos son los denominados Inductores Operativos y que para cualquier empresa son tres:

- ☞ Margen EBITDA.
- ☞ Productividad del Capital de Trabajo.
- ☞ Productividad del Activo Fijo.

El capítulo 6 aborda el estudio de estos inductores.

El término EBITDA corresponde a las iniciales de Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization que en Español significa Utilidades antes de Intereses, Impuestos, Depreciaciones y Amortizaciones (de gastos pagados por anticipado). Como el lector observará esta utilidad es simplemente la Utilidad Operativa que se obtendría antes de considerar los gastos que no implican desembolso de efectivo ni lo implicarán en el futuro, también conocida como Utilidad Operativa de Caja.

El EBITDA es la utilidad operativa que se obtiene antes de descontar las depreciaciones y amortizaciones de gastos pagados por anticipado.

El Margen EBITDA, que se obtiene dividiendo esta utilidad entre los ingresos, muestra lo que de cada peso de ingresos termina convirtiéndose en caja bruta que se destina para cubrir los impuestos, atender el servicio a la deuda y el reparto de utilidades y apoyar las inversiones para la reposición de activos y el crecimiento de la empresa.

MARGEN EBITDA = EBITDA / Ingresos

Mientras mayor sea este margen, mayores la posibilidades de crecimiento de la empresa y por ende mayores las posibilidades de generación de valor si esas inversiones en crecimiento rinden por encima del costo de capital. Esto explica por qué el Margen EBITDA es un inductor de valor.

El Margen EBITDA muestra lo que de cada peso de ingresos se convierte en caja para atender impuestos, inversiones, servicio a las deudas y dividendos.

La Productividad del Capital de Trabajo refleja la eficiencia con la que son aprovechados los recursos corrientes de la empresa. Se calcula dividiendo el Capital de Trabajo Neto Operativo (KTNO) de la empresa entre sus ingresos y se interpreta como los centavos que deben mantenerse en capital de trabajo por cada peso vendido.

PRODUCTIVIDAD DEL KT = KTNO / Ingresos

La Productividad del Capital de Trabajo refleja lo que por cada peso de ventas la empresa debe mantener invertido en capital de trabajo.

El KTNO es, a su vez, igual a:

- Cuentas por Cobrar*
- + Inventarios*
- Cuentas por Pagar a proveedores de bienes y servicios*

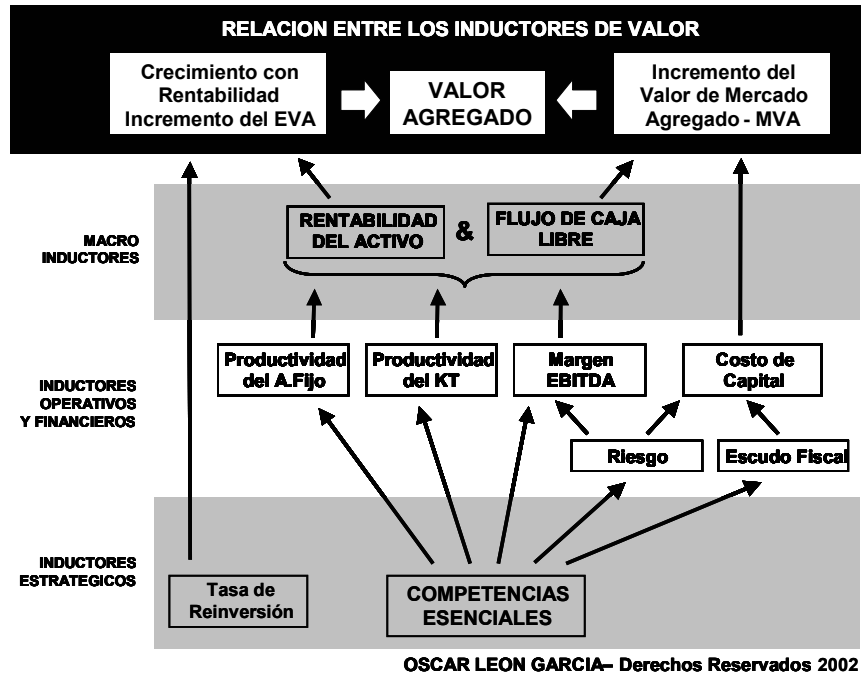


Gráfico 1-4 Relación entre los Inductores de Valor

Mientras más capital de trabajo haya que mantener por cada peso de ventas como consecuencia de ineficiencias en la administración de los recursos, mayor es la presión sobre el flujo de caja de la empresa pues mayor sería la demanda de efectivo para sostener el crecimiento. Por ejemplo, supongamos que una empresa debe mantener 20 centavos de KTNO por cada peso vendido (indicador igual a 0,20) y que para el próximo año espera incrementar sus ventas en \$100 millones. Ello significa que requerirá \$20 millones adicionales de capital de trabajo que deberá financiar con su propio flujo de caja. Pero si por desgracia se presentan problemas de eficiencia en la administración de los recursos, que aumentan los requerimientos de capital de trabajo de 20 a 25 centavos, dicho crecimiento demandaría \$25 millones, es decir, \$5 millones adicionales que de no haberse presentado el problema podrían aplicarse a nuevos proyectos de expansión, o a disminuir la deuda o a reparto de utilidades. Esta mayor presión sobre la caja implica destrucción de valor para los propietarios pues es dinero del que nunca podrán disponer. Por ello el indicador de productividad del capital de trabajo es un inductor de valor. Recordemos que su estudio se aborda en el capítulo 6 de este texto.

La Productividad del Activo Fijo refleja la eficiencia en el aprovechamiento de la capacidad instalada de la empresa y se expresa como la capacidad de generar ingresos dada una determinada inversión en dichos activos.

La Productividad del Activo Fijo refleja la eficiencia en el aprovechamiento de la capacidad instalada.

PRODUCTIVIDAD DEL ACTIVO FIJO = Ingresos / Activos Fijos

El principal inductor financiero de toda empresa es el Costo de Capital, que a su vez está asociado con la administración del Riesgo y el Escudo Fiscal.

La Administración del Riesgo se relaciona con la forma como el empresario define y administra su estructura operativa y financiera mientras que el Escudo Fiscal esta relacionado con la forma como se aprovechan los beneficios tributarios.

Los inductores estratégicos son básicamente las Competencias que la empresa posee y que como ya se explicó brevemente cuando se habló del proceso de Adopción de Mentalidad Estratégica, se determinan y se cultivan a partir del Direccionamiento Estratégico. El gráfico 1-4 sugiere que cuando una empresa manifiesta comportamientos superiores en los inductores operativos y financieros es porque posee competencias para explotar y aplicar a clientes, mercados y productos relevantes. Recordemos que sobre este aspecto se profundizará en el capítulo 2.

Las competencias esenciales y la disposición a reinvertir utilidades son los inductores estratégicos de la empresa.

Además de las competencias medulares, *la disposición de los propietarios a reinvertir flujos de caja que de otra forma podrían repartirse como dividendos, se considera un inductor estratégico de valor.* Esto destaca, por un lado, la importancia de dicha actitud por parte de los propietarios y por el otro, la realidad en el sentido de que para incrementar el valor de la empresa hay que invertirle dinero, en el entendido de que la rentabilidad implícita es mayor que el costo de capital.

Para incrementar el valor de la empresa hay que invertirle dinero.

La cuarta categoría de inductores de valor, los Microinductores se relacionan con aquellos aspectos muy particulares de la empresa cuyo comportamiento afecta los inductores operativos y financieros. Más adelante, cuando hablemos del proceso de definición de dichos microinductores ampliaremos este concepto.

Los microinductores son indicadores que a la medida de las características de la empresa, están asociados con el mejoramiento de los inductores operativos y financieros.

Gestionar Micro inductores. *Los microinductores de valor son indicadores que, a la medida de las características de la empresa, están asociados con el mejoramiento de los inductores operativos y financieros. Se relacionan con los denominados “Indicadores de Desempeño” o “Indicadores de Gestión”.*

Dada la relación que existe entre las competencias esenciales de la empresa y los mencionados inductores operativos y financieros, ilustrada en el gráfico 1-4, puede afirmarse que *los microinductores de valor son el reflejo de la forma como la empresa explota esas competencias para enfrentar las condiciones del mercado.*

Por ejemplo, en las grandes tiendas un indicador crítico relacionado con la creación de valor es el de “ventas por metro cuadrado”. ¿Por qué hay cadenas de almacenes que muestran un mayor indicador de este tipo que otras? Sencillamente, por su habilidad para explotar o apalancar sus competencias.

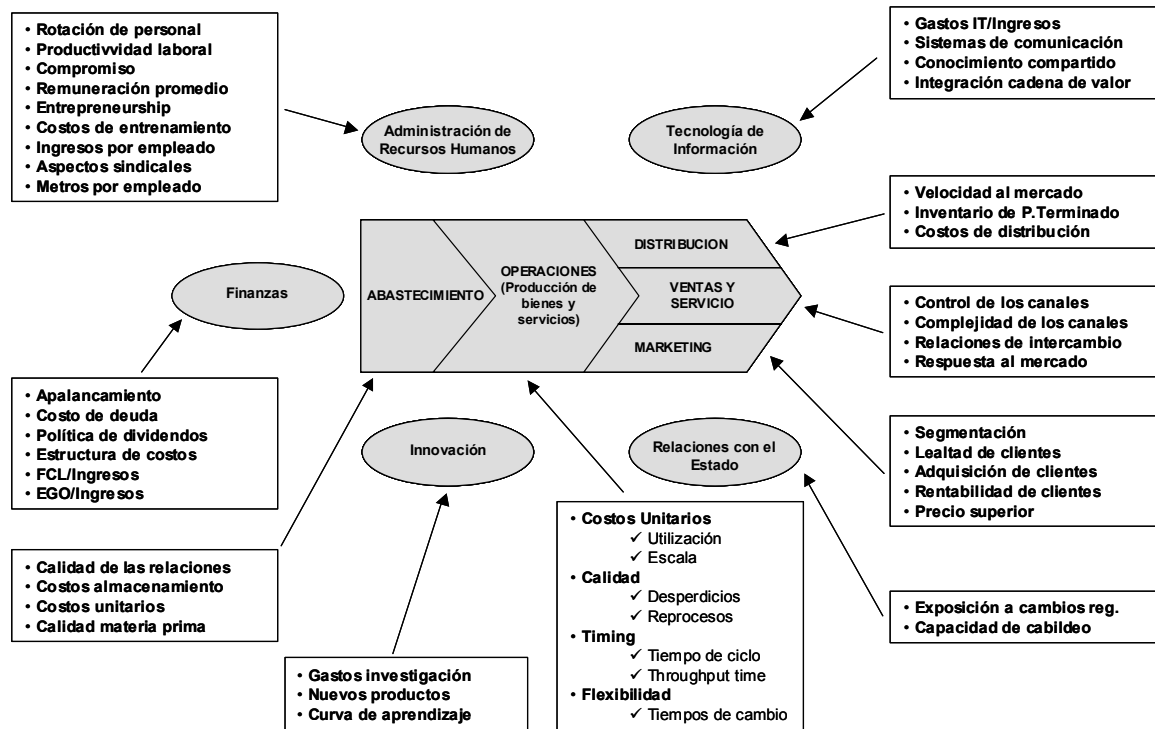


Gráfico 1-7 Relación entre la Cadena de Valor, las Competencias y los Microinductores.

Los microinductores son el reflejo de la forma como la forma como la empresa explota sus competencias para enfrentar las condiciones del mercado.

La selección de los microinductores que luego se utilizarán en el proceso de evaluación del desempeño debe tener cuenta las actividades de la cadena de valor de la empresa que más dramáticamente impactan su valor. El gráfico 1-7¹⁷ ilustra diferentes aspectos relacionados con las actividades de la cadena de valor. Puede servir como fuente de inspiración para determinar las competencias que la empresa debería cultivar, y los micro inductores de valor que reflejan el aprovechamiento de dichas competencias.

¹⁷ Tomado de “Value Drivers”. Mark Scott. John Wiley & Son, 1998.

Valorar la Empresa. Para poder determinar si el valor de la empresa se está aumentando o disminuyendo, lo mínimo que debemos tener es una estimación de su valor.

Este proceso consiste en elaborar un modelo que permita determinar el eventual efecto que decisiones alternativas podrían tener sobre el valor de la empresa. Este modelo puede utilizarse, igualmente, para determinar el incremento del MVA en relación con el período anterior. Otros propósitos por los que puede realizarse un ejercicio de valoración de la empresa están asociados con transacciones como venta, adquisición, fusión y capitalización, entre otras.

El único motivo para valorar una empresa no es la intención de venderla. Puede haber otros como los asociados con la medición de la creación de valor.

Los capítulos 7 a 12 que conforman la tercera parte de este texto abordan todos los aspectos relacionados con la valoración de la empresa. Los pasos que deben realizarse se ilustran en el gráfico 1-5, que a su vez permite entender la interrelación que existe entre los diferentes procesos que conforman el Sistema de Creación de Valor.

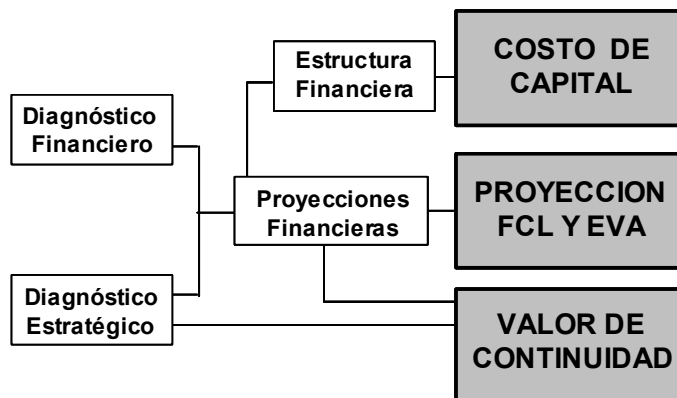


Gráfico 1-5 Pasos para la valoración de la empresa

El primer paso para valorar una empresa es la realización de un diagnóstico financiero y estratégico. Los aspectos relacionados con esta tarea son, precisamente, los que se estudian en los capítulos 2 a 6 que comprenden temas asociados con la forma como se fomenta la creación de valor a través del direccionamiento estratégico y la gestión financiera.

El primer paso para valorar una empresa es la realización de un diagnóstico financiero y estratégico.

Este diagnóstico permite determinar las eventuales necesidades de reestructuración operativa o financiera que requiera la empresa con el fin de incrementar su valor, lo cual queda plasmado en su Plan Financiero o Plan de Desarrollo y cuyo efecto monetario se traduce en unas proyecciones financieras.

El diagnóstico permite determinar las necesidades de reestructuración operativa y financiera y se plasma en las proyecciones.

De las proyecciones financieras se extrae la información que permite determinar la estructura financiera adecuada de la empresa, con la cual se obtiene su Costo de Capital. De esas mismas proyecciones se extrae la información necesaria para proyectar, a su vez, el flujo de caja libre y el EVA, como quiera que el valor de la empresa se puede calcular por

cualquiera de dos métodos: La proyección del FCL o la proyección del EVA. Como aprenderemos en el capítulo 13, el resultado debe ser el mismo por cualquiera de los dos.

El Valor de Continuidad es el valor que toma la empresa en el futuro, de cumplirse su Plan de Desarrollo.

El Valor de Continuidad, también llamado “Valor residual”, “Valor de Perpetuidad” o “Valor Terminal” es el *valor que se supone adquiere la empresa como resultado del crecimiento que a perpetuidad manifestaría como consecuencia de las reestructuraciones operativas y financieras que se lleven a cabo de acuerdo con el Plan de Desarrollo que surge a partir del diagnóstico financiero y estratégico*. Este es el tema del capítulo 11.

Monitorear el Valor. Este proceso se relaciona con el procedimiento que se adoptará para realizar el monitoreo de los resultados asociados con el valor agregado. Cuáles indicadores se utilizarán, con qué periodicidad se calcularán, quiénes se encargarán de acumular la información necesaria para obtener ciertos indicadores, quiénes administrarán el modelo de valoración de la empresa y cálculo del EVA, qué refinamientos deben realizarse a los datos provistos por los estados financieros para obtener dichos indicadores, son algunas de las cuestiones que deben definirse en este proceso y que estudiaremos a profundidad en el capítulo 14 donde se ilustrará un modelo que permite asociar los diferentes componentes que se deben utilizar para el cálculo de la rentabilidad del activo, el incremento del EVA y el MVA.

El gráfico 1-8 sugiere que el EVA y el MVA tienen relación directa con lo que denominaremos “Rentabilidad Total del Período”. Esta rentabilidad es la que se obtiene dividiendo la suma entre el incremento del valor de la empresa logrado en el período, $(P_1 - P_0)$ y el flujo de caja libre producido en el mismo lapso, entre el valor de la empresa al principio del período (P_0) . Obsérvese que este criterio para el cálculo de la rentabilidad total es exactamente el mismo que se aplica en el caso de las acciones. Recordemos que la rentabilidad de una acción se obtiene dividiendo la suma entre la valorización y los dividendos del período, entre el valor de la acción al principio de éste.

El EVA y el MVA están directamente relacionados con la Rentabilidad Total del Período.

Esta propuesta de cálculo de la rentabilidad, que muy pocas empresas utilizan y es una de las novedades del mencionado capítulo 14, requiere de la realización de un ejercicio de valoración que debe actualizarse período tras período. En dicho capítulo aprenderemos, igualmente, que la Rentabilidad del Activo Neto que en las empresas se calcula asociando la utilidad operativa con los activos netos de operación, es una medida incompleta que no cuenta toda la historia en relación con este importante aspecto. Baste decir que en un período en particular dicha rentabilidad puede ser superior al costo de capital y la empresa haber destruido valor en relación con el período anterior¹⁸. En el capítulo 5 dedicado al estudio del EVA aprenderemos por qué la Rentabilidad del Activo Neto es una

¹⁸ Este fenómeno se explica inicialmente en el capítulo 5 dedicado a la ubicación del concepto EVA en el contexto de la Gerencia del Valor.

medida incompleta de la rentabilidad cuyas limitaciones son subsanadas con el propuesto indicador de “Rentabilidad Total”.

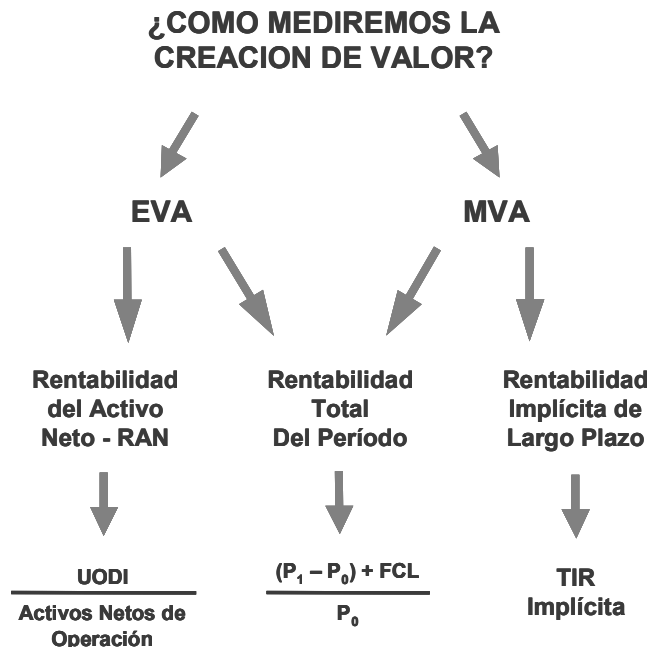


Gráfico 1-8 Relación entre la Rentabilidad, el EVA y el MVA.

Por último, en el capítulo 14 aprenderemos cómo el MVA es el mismo Valor Presente Neto (VPN) de la empresa, lo cual conduce a concluir que debe haber una Tasa Interna de Retorno (TIR) asociada con dicho VPN. La llamaremos “Rentabilidad Implícita de Largo Plazo”

La Rentabilidad del Activo Neto es una medida incompleta de la rentabilidad.

Educación, Entrenamiento y Comunicación. Si el Objetivo Gobernante de una organización es la permanente creación de valor para sus propietarios, lo mínimo que debe enseñársele a sus miembros es la forma en que las decisiones que toman conducirán el alcance de dicho objetivo.

Este proceso debe enfocarse hacia cuatro importantes aspectos:

1. Generar preocupación e interés por los conceptos asociados con el valor.
2. Lograr que las personas comprendan la importancia de dichos conceptos.
3. Lograr que los integren en las decisiones del día a día.
4. Diseñar un sistema de comunicación basado en la repetición, el refuerzo, la recepción y la redundancia para lograr que el lenguaje de la empresa sea el “Lenguaje del Valor”.

El gráfico 1-9 muestra de qué manera las decisiones que se toman en la empresa afectan sus resultados financieros y finalmente el valor.

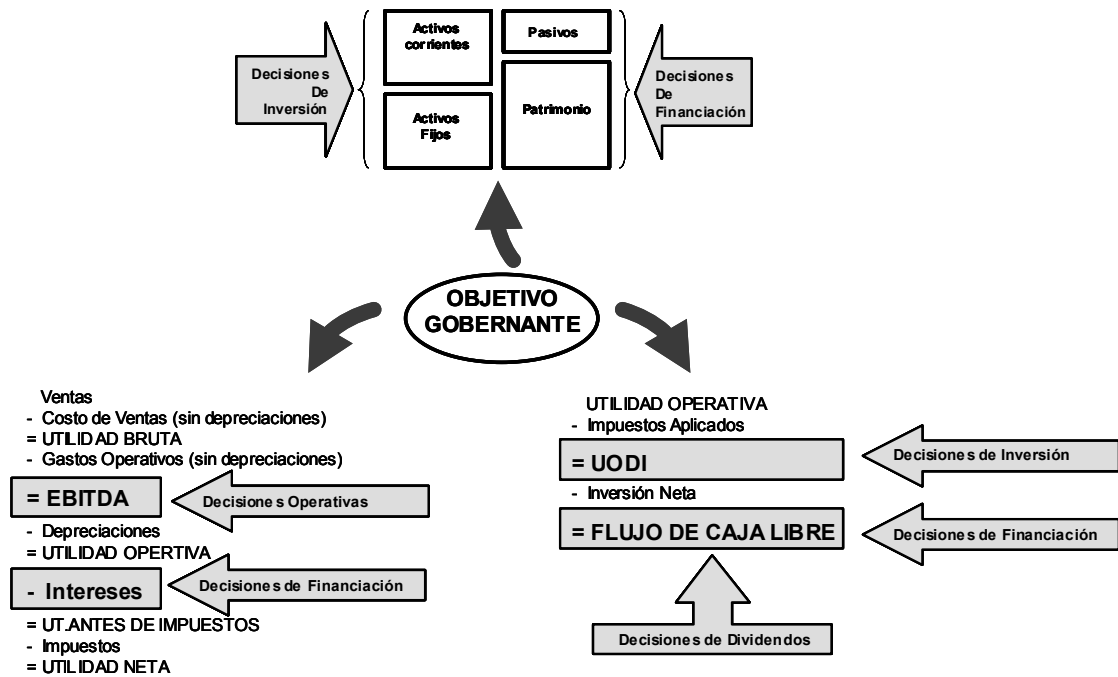


Gráfico 1-9 Relación entre las decisiones y los estados financieros.

Una primera forma de despertar el interés de los empleados por estos asuntos es ilustrándoles cómo lo que ellos hacen, de una u otra forma, a corto o a largo plazo, directa o indirectamente, afecta el valor de la empresa en la medida en que impacta los diferentes componentes de los estados financieros y el flujo de caja.

La verdadera mejora de la utilidad operativa está relacionada con el incremento del EBITDA.

Tal como se ilustra en el mencionado gráfico, las decisiones se clasifican en cuatro grandes categorías: Operativas, Inversión, Financiación y Dividendos.

La Utilidad Operativa después de Impuestos (UODI) es el flujo de caja que queda disponible para realizar inversiones, atender el servicio a la deuda y repartir utilidades.

Las Decisiones Operativas, que asociaremos con la parte superior del estado de resultados, es decir, aquella que va hasta la Utilidad Operativa, que es la utilidad que la empresa genera como negocio dedicado a una determinada actividad independientemente de su estructura financiera, apuntan a la generación de valor en la medida en que los ingresos crezcan en mayor proporción que los costos y gastos. En el capítulo 6 aprenderemos que la verdadera mejora de la utilidad operativa se da cuando mejora el EBITDA, que es la utilidad operativa que la empresa obtiene antes de considerar el efecto de las depreciaciones y amortizaciones de gastos pagados por anticipado, tal como se mencionó al principio de este capítulo.

Las Decisiones de Inversión, que implican el aumento de los activos de la empresa tienen relación, igualmente, con la utilidad operativa después de impuestos (UODI), como quiera que esta representa el flujo de caja que la empresa tiene disponible antes de realizar cualquier tipo de inversión

y lógicamente antes de atender el servicio a la deuda y el reparto de utilidades, que son los rubros que finalmente se cubren con el flujo de caja libre.

Como aprenderemos en los capítulos 3 y 4, entre otros, *las decisiones de inversión generan valor para los propietarios en la medida en que en los flujos de caja libre que se produzcan como consecuencia de dichas decisiones esté implícita una rentabilidad superior al costo de capital.*

Las decisiones de inversión generan valor en la medida en que impliquen la obtención de una rentabilidad marginal superior al costo de capital.

La forma de proyectar el flujo de caja libre y la lógica implícita en la combinación de las diferentes cifras que lo conforman, lo cual aparece en forma resumida en el gráfico 1-9, se explica en el capítulo 10.

Las Decisiones de Financiación, que finalmente conducen a la determinación de la Estructura Financiera de la empresa, o sea su nivel adecuado de endeudamiento, se reflejan en el lado derecho del balance general y *están directamente asociadas a la capacidad generadora de flujo de caja libre y la política de dividendos*, lo cual se analizará a profundidad en el capítulo 9. Dado el efecto que la estructura financiera tiene en el cálculo del Costo de Capital, su determinación tiene incidencia en la generación de valor en la medida en que la percepción del riesgo asociado con dicha estructura afecta el costo de la deuda y la expectativa de los propietarios, produciendo, entonces, un determinado valor del costo de capital que al ser la tasa a la que se descuentan los futuros flujos de caja libre conducirá a la estimación del supuesto valor de la empresa.

La decisión de endeudamiento está asociada con la capacidad de generar FCL y la política de dividendos de la empresa.

Finalmente, las decisiones de dividendos tienen efecto sobre el valor en la medida en que, *siendo la empresa rentable por encima del costo de capital, mientras mayor sea la proporción de las utilidades netas que los propietarios decidan repartirse, menores serán las posibilidades de crecimiento y también menores las posibilidades de incrementar el valor.* Lo anterior tiene relación con el concepto de Potencial de Crecimiento de la empresa que como estudiaremos en el capítulo 11 dedicado al análisis del Valor de Continuidad, es el efecto de que la empresa no solamente sea rentable sino también de que sus propietarios estén dispuestos a reinvertir flujos de caja que de otra forma podrían distribuirse.

El potencial de crecimiento de una empresa está asociado a su rentabilidad y la intención de reinvertir utilidades por parte de los socios.

Compensación por Resultados Asociados con al Creación de Valor. Un adecuado diseño de indicadores de desempeño y un esquema de pago de incentivos por resultados que alineen los intereses de los accionistas y los gerentes es crítico para lograr que se fomente la cultura de la creación de valor. El objetivo de un programa de incentivos por resultados debe ser claro: Motivar a gerentes y empleados para que tomen decisiones generadoras de valor premiándolos de acuerdo con la cantidad generada.

Desgraciadamente, los sistemas convencionales de incentivo por resultados de gran cantidad de empresas no están directamente asociados con la creación de valor.

Un adecuado sistema de Microinductores asociado a un esquema de compensación por resultados permite alinear los intereses de los accionistas y los gerentes.

Para muestra un botón. Aun hoy vemos empresas que compensan a sus ejecutivos principales concediéndoles participación en la utilidad neta. Y siendo así, su gestión siempre se enfocará hacia la maximización de esta cifra, lo cual no necesariamente es sinónimo de incremento del valor de la empresa. Baste mencionar algunos procedimientos que si bien mejoran la utilidad neta y por ende la compensación de los gerentes, destruyen valor para los propietarios:

- ☛ *Utilización del método FIFO para valorar inventarios, que implica que los ingresos son afectados por el costo de las unidades adquiridas al principio del período, aumentando artificialmente la verdadera utilidad económica.*
- ☛ *En empresas manufactureras, acumulación de altos niveles de inventario al final del período con el fin de que éstos absorban una buena proporción de los costos fijos del período que luego se confrontarán con los ingresos del período siguiente a costa de incrementar artificialmente los ingresos del período anterior¹⁹. Esta acumulación innecesaria de inventarios implica la formación de fondos ociosos que ocasionan una destrucción de valor igual al monto de dicho exceso multiplicado por el costo de capital de la empresa, criterio que estudiaremos en el capítulo 5.*
- ☛ *Darles a ciertos gastos la categoría de “diferidos” con el fin de amortizarlos en varios períodos contables.*

El crecimiento en las ventas o el aumento de la participación en el mercado no siempre están asociados con la creación de valor.

Otras formas de compensación de ejecutivos de nivel superior se relacionan con objetivos tales como el crecimiento de las ventas o el aumento de la participación en el mercado, cuyo logro no necesariamente coincide con el aumento del valor de la empresa.

Igualmente, en los niveles inferiores de la organización como la planta de producción, muchas empresas mantienen planes de incentivos a los trabajadores basados en la superación de los estándares de tiempo para las diferentes actividades. Esta puede ser un arma de doble filo que conduce a la acumulación de inventarios ociosos de producto en proceso con la consecuente destrucción de valor para los propietarios. Ello en razón de que siempre habrá una actividad que es “Restricción” del proceso, más conocida como “Cuello de Botella” que es la que determina la velocidad a la que la planta puede operar, también denominada “Tiempo de Ciclo”. Por más que las demás actividades aceleren el ritmo la cantidad de producto terminado será la que determine la restricción, con lo cual dicha aceleración sólo producirá mayores niveles de producto en proceso.

Significa lo anterior que en muchas factorías a los trabajadores se les remunera para que destruyan valor mediante la acumulación de inventarios ociosos.

¹⁹ Para una mayor comprensión de esta alternativa consúltese el capítulo 6 del texto “Administración Financiera - Fundamentos y Aplicaciones” del mismo autor de esta obra.

La técnica denominada “Justo a Tiempo”, mencionada al principio de este capítulo, propende por la máxima disminución de los tiempos de ciclo, aumentando con ello la cantidad de producción posible con los mismos o menores recursos. Para una mayor profundización en estos aspectos se recomienda la lectura de los libros “La Meta” y “No Fue la Suerte” de Eliyahu Goldratt, que son libros de obligada lectura para quienes se precien de ser verdaderos “Administradores del Valor”.

De todo lo anterior se concluye que los incentivos salariales, a todos los niveles de la organización, deberían estar atados a resultados asociados con el valor.

En el caso de los gerentes, indicadores como el incremento del EVA y el MVA, la Rentabilidad Total, el margen EBITDA y la eficiencia operacional total media por la relación $EGO^{20}/\text{Ingresos}$, entre otras, serán, más temprano que tarde, los jueces de su desempeño y por lo tanto los definidores de sus ingresos salariales.

Para los demás niveles, los indicadores que finalmente determinarán sus ingresos salariales serán aquellos que apunten directamente a la mejora del Margen EBITDA, la Productividad del Capital de Trabajo y la Productividad de los Activos Fijos. Como ya se ha explicado a lo largo de este capítulo, dichos indicadores están relacionados con las competencias esenciales de la empresa y se materializan en los denominados Microinductores de Valor.

²⁰ Efectivo Generado por las Operaciones.