

Facultad de Ciencias Económicas – Universidad de Buenos Aires

Instituto de Investigaciones Contables “Prof. Juan Alberto Arévalo”

## **VALOR ECONÓMICO AGREGADO E INTANGIBLES\***

**Roberto Vázquez y Claudia Andrea Bongianino de Salgado**

*\*Trabajo presentado en las XXII Jornadas Universitarias de Contabilidad  
Universidad Nacional del Litoral - Facultad de Ciencias Económicas  
Santa Fe 24 al 26 de octubre de 2001*

C.P. ROBERTO VÁZQUEZ

- Profesor Titular y Asociado de las asignaturas Contabilidad Patrimonial y Contabilidad Superior F.C.E. – U.B.A.
- Investigador del Instituto de Investigaciones Contables “Prof. Juan Alberto Arévalo” F.C.E. – U.B.A.

C.P. CLAUDIA ANDREA BONGIANINO de SALGADO

- Investigadora del Instituto de Investigaciones Contables “Prof. Juan Alberto Arévalo” F.C.E. – U.B.A.
- Profesora Adjunta Interina de las asignaturas Contabilidad Patrimonial y Auditoría F.C.E. – U.B.A.



## VALOR ECONÓMICO AGREGADO E INTANGIBLES

### SUMARIO

- I . **Introducción**
- II . **Valor económico agregado**
- III . **Efectos de las correcciones**
- IV . **Ejemplo**
- V . **Resumen**

### I. Introducción

Uno de los principales objetivos de las empresas es ganar dinero en el presente y a través del tiempo. Si una compañía no es capaz de generar suficiente utilidad económica estaría en duda su supervivencia. Las organizaciones que tienen bajos o nulos beneficios no son atractivas para sus inversores potenciales.

Tal como lo hemos desarrollado en nuestro trabajo “Un nuevo elemento para la gestión empresarial: El Capital Intelectual”<sup>1</sup>, la contabilidad tradicional ha perdido su capacidad de demostrar, a través de los Estados Contables, la verdadera capacidad de las empresas para generar utilidades y proyectarse en el futuro.

Una de las limitaciones más importantes es que no dispone de recursos para el reconocimiento de los activos intangibles, a pesar de que el conocimiento es uno de los factores de desarrollo más importante en la nueva economía globalizada.

La contabilidad informa, respetando ciertos criterios contables, si la empresa ha obtenido ganancias o pérdidas a lo largo de un período, pero ese resultado contable ¿es un indicador de valor?

Como ya lo hemos desarrollado en un trabajo anterior<sup>2</sup>, la actual Economía del Conocimiento se basa en la incorporación del conocimiento como un Activo de la empresa que se concreta a través de un conjunto de intangibles representado por el Capital Intelectual. Su premisa básica consiste en que el conocimiento es el recurso principal de cualquier sistema económico.

La Gestión del Conocimiento apunta a planificar, coordinar y controlar el flujo de conocimientos que se producen en la empresa. Implica concentrarse en un intercambio de información intangible en lugar de bienes físicos, donde la información, la conexión entre las partes que operan el intercambio y la acumulación de conocimientos por medio del aprendizaje desempeñan funciones más importantes que un inventario físico.

El resultado de una gestión eficiente permitirá la creación de intangibles (el Capital Intelectual). Este Capital Intelectual es ya aceptado por los mercados a partir de la diferencia entre el valor de la empresa reconocido por ellos y su valor contable.

---

<sup>1</sup> Vázquez, R.; Bongianino de Salgado, C.: “Un nuevo elemento para la Gestión Empresarial: El Capital Intelectual”, Ed. Macchi., Buenos Aires, 1999.

<sup>2</sup> Vázquez, R.; Bongianino de Salgado, C.: “Es posible la medición de los Intangibles?”. XXI JUC. Buenos Aires. 2000.

El precio de las acciones emitidas por una empresa (eliminado el efecto especulación), proporciona una medida de su valor de mercado, lo que constituye una medida financiera de desempeño. Asimismo, el Valor de Mercado Agregado, es un indicador que mide la diferencia entre el valor de mercado y el capital empleado por el ente. Esa diferencia intenta medir el valor que la empresa ha creado para sus accionistas y, en gran medida, esa creación de valor está constituida por la creación de activos intangibles.

## **II. El Valor Económico Agregado**

En los últimos tiempos se ha difundido una herramienta, el *EVA*<sup>3</sup>, que pretende ser una mejor medida del desempeño económico de la empresa en comparación con los indicadores habituales relacionados con el rendimiento del patrimonio contable. Se presenta como un indicador que tiene en cuenta el costo de los fondos propios, que la contabilidad no computa, así como otros ajustes a la información contable para hacerla consistente con el valor presente neto y se argumenta que pone de manifiesto, al menos en forma primaria, si la empresa crea o destruye valor, y cuánto.

Para introducir el concepto del Valor Económico Agregado, *EVA*, se puede exponer el siguiente ejemplo sencillo:

Cuando una persona invierte en un activo determinado, le pide una rentabilidad. Si invierte en activos sin riesgo exigirá la tasa libre de riesgo, supongamos un 6%. Si invierte en activos con riesgo, por ejemplo, acciones de una empresa, exigirá una prima de riesgo por encima de la tasa libre de riesgo, dependiendo del riesgo concreto de la empresa en particular, por ejemplo un 4%. Así pues, la rentabilidad que exigirá por la compra de las acciones sería de un 10%. Es decir, si invierte \$100 exigirá \$110 al cabo de un año.

Si la empresa invierte ese dinero en proyectos que han generado al finalizar el año \$110, no ha creado ningún valor por encima de lo esperado y exigido. Si la empresa consigue \$112, entonces ha creado \$2 de valor por encima del exigido, si consigue \$107, a pesar de haber obtenido una renta mayor a la tasa libre de riesgo, ha destruido valor para el accionista, ya que este hubiera podido conseguir los mismos \$107 invirtiendo en un activo diferente con un riesgo menor (es decir, dado el riesgo que ha corrido, debería haber obtenido, para compensarlo, \$110).

La idea detrás del *EVA* es que los accionistas deben obtener una rentabilidad que compense el riesgo asumido. En otros términos, el capital propio tiene que ganar al menos la misma rentabilidad que otras inversiones de similar riesgo en los mercados de capital. Si este no es el caso entonces no existe ganancia verdadera y la empresa opera realmente a pérdida desde el punto de vista del accionista.

En caso de que el *EVA* sea positivo, se dice que se está creando valor, y en caso de que sea negativo, se está destruyendo valor. Por otra parte, si el *EVA* es cero, esto podría considerarse como un logro aceptable porque los accionistas han ganado una rentabilidad que compensa el riesgo.

El *EVA* no es un descubrimiento nuevo sino una variación de lo que tradicionalmente se ha llamado "Ingreso o Beneficio residual" (residual income) utilizada como indicador de desempeño por General Electric ya en los años '60, que se definía como el resultado que se obtenía al restar a la utilidad operacional los costos de capital. La principal diferencia reside en las correcciones que se realizan a las cifras contables, de ganancia y capital, para el cálculo del *EVA* y al modo en que se computa el costo del capital. Uno de los primeros en mencionar el concepto de ganancia residual fue Alfred Marshall en 1890: "Lo que queda de sus ganancias después de deducir los intereses sobre el capital a la tasa corriente... es llamado generalmente su beneficio por emprender

---

<sup>3</sup> Economic Valued Added: marca registrada por Stern Steward &Co. En adelante *EVA*.

o administrar"("The Principles of Economics")

### Cálculo del EVA

Según Bennet Stewart<sup>4</sup>, el EVA es:

- Una manera acertada de medir los resultados de una compañía. El EVA es una medida de la *utilidad real*, después de deducir todos los costos que implica la operación de un negocio, incluido el costo de utilizar el capital aportado por los accionistas.
- Una medida que elimina algunas distorsiones que pueden impulsar a los ejecutivos a tomar decisiones absurdas para mejorar las cifras contables. Un caso clásico es el del gasto en **investigación y desarrollo**, que en la contabilidad tradicional se carga como un **gasto** pero realmente es una inversión en el futuro. Bajo el sistema EVA se lo considera **una inversión**, y por lo tanto motiva a los ejecutivos a destinar recursos a la investigación si piensan que éstos traerán beneficios en el largo plazo y al mismo tiempo se les hace responsables de que estos beneficios se materialicen.

Es de hacer notar que las normas<sup>5</sup> obligan a imputar como gasto a aquellas erogaciones hechas en investigación pero, aquellas originadas en desarrollo de proyectos, pueden ser activadas bajo ciertas condiciones.

El EVA surge de la diferencia entre las ganancias derivadas de las operaciones y el cargo por el capital empleado en dichas operaciones.

El EVA del período (t), por ejemplo un año, se calcula como la ganancia neta operativa antes de costos financieros explícitos y después de impuestos.

$$EVA = \text{Gop}_t - i_t A_{t-1} = (\text{Rop}_t - i_t) A_{t-1}$$

donde:

$\text{Gop}_t$  = Ganancia operativa después de impuestos *corregida* del periodo t  
(Net Operating Profit After Tax)

$i_t$  = Tasa de costo de capital (promedio ponderado) en el periodo t

$A_{t-1}$  = Activo *corregido* promedio, *neto de pasivos operativos*  
Corresponde a las dos fuentes financieras de fondos (acreedores financieros y propietarios)

$\text{Rop}_t$  = Rendimiento operativo en el periodo t

Como se puede apreciar, se utiliza un enfoque contable con *cifras corregidas* de la *ganancia* y el *activo*, y se introduce el *costo de capital* de modo explícito en la medida.

El resultado es una medida monetaria y no un porcentaje. No obstante, la magnitud del EVA se puede expresar como porcentaje del activo neto inicial, eliminando así el efecto de las

<sup>4</sup> Stewart, G. Bennet. "The quest for value: The EVA™ management guide. New York: Harper Business, 1991.

<sup>5</sup> Normas Internacionales de Contabilidad. NIC 9.

diferencias de tamaño entre empresas, para permitir una mejor comparación entre ellas.

Este indicador intenta dar respuesta a la pregunta: ¿Cuánto valor se ha agregado a la empresa en un período específico?

Para la determinación del EVA de un período se deben seguir los siguientes pasos:

1. Calcular la ganancia operativa neta antes de costos financieros explícitos y después de impuestos.
2. Determinar el capital invertido.  
El capital invertido es el operativo, y por tal se entiende el capital de trabajo más los activos fijos empleados en operaciones.
3. Calcular el costo de cada una de las fuentes de financiamiento que concurren a financiar el capital operativo. Así las deudas se computarán por su costo después de impuestos, y los fondos propios por su tasa de rendimiento requerido que involucra los riesgos del caso.
4. Determinar la proporción o incidencia de cada fuente en el financiamiento total.  
Los autores del EVA sugieren no utilizar la mezcla real usada en el ejercicio sino emplear la ponderación que la empresa tiene como objetivo.
5. Deducir a la ganancia operativa los cargos por capital que se obtengan.

#### Ajustes contables

El Capital y la Ganancia operativa utilizados no son obtenidos de forma directa de los saldos contables de las empresas. Para su determinación se deben ajustar dichos saldos. Esto es así porque los principios de contabilidad pueden distorsionar el resultado final. A veces **las normas contables consideran como gastos algunas partidas que realmente son activos, es decir, están asociados al desempeño futuro. Este es el caso de los costos de Investigación y Desarrollo, Marketing, Entrenamiento y Reestructuración.**

El EVA corrige las distorsiones existentes usando cerca de 164 ajustes a los datos contables pero la mayoría de empresas han limitado el número de correcciones a menos de 10.

Los ajustes más comunes se hacen en: valuación y costeo de inventarios, depreciación, utilidades disponibles para accionistas, inflación, capitalización y amortización de investigación y desarrollo, educación, costos de reestructuración y primas por adquisiciones. Para hacer estos ajustes, que varían de país en país, se han desarrollado paquetes informáticos que permiten mayor facilidad en los mismos.

Como el mismo Stewart<sup>6</sup> admite, no es conveniente hacer todos los ajustes (164) debido a los efectos marginales en algunos campos de la organización. Muchos de estos ajustes resultan costosos ya que incrementan la carga de trabajo del área financiera. El dilema de hacer o no estos ajustes podría ser resuelto si se tiene en consideración su significación. ¿Dicho cambio influenciará las decisiones?, ¿Que tan grande es la diferencia entre realizarlo y no hacerlo?, ¿Se pueden obtener los datos necesarios?, ¿Cuánto cuesta?.

#### Ganancia operativa corregida

Algunos de los ajustes que habitualmente afectan al estado de resultados son los siguientes:

- Intangibles:

---

<sup>6</sup> Stewart, G. Bennet. obra citada.

- Eliminar toda amortización de bienes intangibles.
- **Eliminar todo costo de investigación y desarrollo cargado a resultados que exceda el 10% de las ventas del período** (trata de establecer un parámetro objetivo cuando las empresas incurren en elevados montos de gastos de I&D que en sus Estados Contables son cargados a resultados). Este exceso se activa y se amortiza en un promedio de siete (7) años de plazo.
- o Impuestos: Ajustar los cargos por impuestos a la renta. Esto significa que se debe computar este impuesto por el método de lo diferido y ajustar el monto de acuerdo con las modificaciones que se efectúan al estado de resultados para que el tratamiento de este concepto sea consistente con la determinación de la ganancia sobre la que se lo aplica.
- o Resultados no operativos y extraordinarios: Eliminar resultados por actividades no operativas y no vinculadas al negocio (por ejemplo por colocaciones de fondos, ventas fuera del objeto, etc.) como así también los resultados extraordinarios.
- o Joint-ventures: Eliminar resultados provenientes de joint-ventures, porque se debe calcular separadamente el EVA propio de estas actividades.
- o Costo de Ventas: Corregir el costo de ventas para llevarlo siempre al criterio del método *PEPS*, de manera que tanto el rubro Costo de Mercadería Vendida del Estado de Resultados como el rubro Bienes de Cambio del Activo, queden valuados de acuerdo con el criterio de entregar siempre primero a los clientes (en caso de productos terminados) o a la planta productiva (en caso de materias primas) lo que haya sido fabricado o comprado en primer término. El fundamento de este ajuste es que el método *PEPS* refleja contablemente una realidad operativa y económica: lo primero que entró es lo primero que sale.
- o Cargos por Previsiones: Si se ha incluido alguna previsión por obsolescencia se la debe anular e incluir en el resultado las destrucciones reales de bienes (materias primas, producto semielaborados, productos en proceso o terminados). Similar tratamiento se le dará a todo cargo por previsión para créditos incobrables, imputando a resultados únicamente las incobrabilidades reales en el momento en que se producen.
- o Cargos por amortizaciones de bienes de uso: Ajustar, en caso de corresponder, los cargos por estas depreciaciones si se han efectuado ajustes en Bienes de Uso al calcular el capital corregido.

Luego de haber efectuado estos ajustes al resultado contable después del impuesto a las ganancias y antes de los costos financieros explícitos se obtiene la *ganancia operativa corregida* que se emplea en la fórmula de cálculo de EVA.

### Capital corregido

Para Stewart<sup>7</sup> el Capital es una medida de todo el efectivo que ha sido depositado en una empresa, sin importar la fuente de financiación, el nombre contable o el propósito del negocio. No interesa si la inversión es financiada con capitalización o deuda, no interesa si el efectivo es empleado en capital de trabajo o activos fijos. Efectivo es efectivo y lo importante es qué tan bien lo manejan los directivos. No importa de donde provienen los recursos utilizados (deuda o capital de

---

<sup>7</sup> Stewart, G. Bennet. Obra citada.

accionistas), es decir, no interesa la estructura de capital ya que lo importante es la productividad del capital empleado.

El capital invertido a considerar es el capital operativo, y por tal se entiende la sumatoria del capital de trabajo más una serie de activos no corrientes tales como bienes de uso, bienes en arrendamiento financiero (*leasing*), bienes intangibles, **costos activables de investigación y desarrollo**, y saldos de impuesto diferido, aplicados al negocio.

Para la determinación del monto del concepto que en *EVA* se define como capital invertido se deben seguir los siguientes pasos:

- **Determinar el capital de trabajo.**  
Es el total de activos corrientes (saldos de caja operativos, cuentas a cobrar, bienes de cambio, otros créditos) menos pasivos corrientes (cuentas a pagar, otros pasivos comerciales: proveedores, y operativos: remuneraciones y cargas sociales a pagar, y saldos de impuestos a las ganancias, excepto los pasivos financieros).
- **Sumar el total de activos no corrientes.**  
El total de activos no corrientes incluye el total de bienes de uso, intangibles, etc. (deduciendo los eventuales pasivos no corrientes que pudieran existir, salvo que sean de carácter financiero), modificado de acuerdo con los ajustes correspondientes.

Algunos de los ajustes más usuales y significativos para el cálculo del capital son:

- **Caja y Bancos:** Eliminar de este rubro todos los montos con destino distinto a la operación normal del negocio (por ejemplo, excedentes de fondos disponibles para invertir en otros fines).
- **Bienes de Cambio:** Ajustar el saldo de este rubro de acuerdo con el método *PEPS* de descarga de inventarios.
- **Intangibles:**
  - Incorporar el valor original de los intangibles que pudieran estar parcialmente amortizados dentro del activo del sistema contable, sin computar deducción alguna.
  - Incorporar los costos de investigación y desarrollo que excedan el 10% de las ventas, activándolos y amortizándolos en 7 años.
- **Bienes de Uso:**
  - Eliminar del activo el valor de las Obras en Curso (incluidas originalmente dentro del rubro Bienes de Uso) e incluir los valores de los bienes que se encuentran bajo arrendamiento financiero.
  - Ajustar la valuación de activos fijos a efectos de que su valor resulte cercano al de reposición, lo que implica modificar los criterios de depreciación (por ejemplo aplicando métodos más relacionados con el desgaste y la obsolescencia que con el mero transcurso del tiempo como ocurre con el método de los años de vida útil y cuota constante); eventualmente llevar el valor residual a un monto similar al que surgiría de un revalúo técnico.
- **Impuestos:** Ajustar los saldos de impuesto diferido del activo o pasivo de acuerdo con los cambios que se introdujeron al cargo de impuesto a las ganancias del ejercicio.



- Previsiones: Adicionar al saldo de Créditos por ventas las provisiones para deudores incobrables y al saldo de Bienes de Cambio las provisiones por obsolescencia.
- Otros Activos:
  - Activar cargos por reestructuración en forma separada.
  - Activar EVA negativo originado por proyectos estratégicos que en el futuro serán positivos al alcanzar etapas de crecimiento.

Efectuados estos ajustes, el monto resultante equivale al capital sobre el que se aplicará la tasa de costo del capital para el cálculo de EVA.

### Costo del Capital

Para calcular el EVA, a la ganancia operativa de la empresa y de cada una de sus unidades se le resta el costo de capital, a una tasa que combina el costo de las deudas después de impuestos y el capital propio, en las proporciones *objetivo* que se planea utilizar en vez de la mezcla utilizada realmente año por año.

El costo de capital propio computable en el EVA debe ser el de cada área de negocios de la empresa. El EVA de cada área de negocios se calcula con el costo de capital propio según el riesgo de ese negocio y las proporciones *objetivo* de la empresa completa. En este sentido, el cálculo considera que el costo de capital propio total es un promedio ponderado del costo computable para cada negocio.

Se entiende al costo de capital como la rentabilidad esperada de una inversión de riesgo equivalente. En general, la rentabilidad pretendida por los accionistas es mayor que la tasa de interés que cobran los terceros por los préstamos que otorgan a la compañía.

Dado que existen distintas tasas por los diferentes pasivos que financian el total de activos, se deben unificar las mismas dentro del concepto de universalidad del pasivo, todo el pasivo y el patrimonio neto financian en conjunto al total del activo. Como consecuencia, debe determinarse una tasa promedio ponderada única, que se aplicará al capital para hallar su costo total.

Una metodología muy utilizada para obtener el costo de capital de una empresa, es la del modelo CAPM (Capital Asset Pricing Model) o MAPAC (Modelo de Asignación del Precio del Activo de Capital). Este método se desarrolla teniendo en cuenta tres factores: 1\*) Determinar cuál es la tasa libre de riesgo para la economía. 2\*) Determinar cuál es la prima de mercado que se obtiene por invertir en papeles con riesgo. 3\*) Determinar un *beta* ( $\beta$ ) que mide el riesgo sistemático en la industria específica que se está analizando.

El siguiente ejemplo permitirá apreciar la forma de cálculo del costo del capital:

	\$	(A) %/Cap.	(B) Tasa promedio de retorno	B/A Tasa Ponderada
Deudas con Terceros	2.820	60%	8%	4,8%
Patrimonio Neto	<u>1.880</u>	40%	13%	<u>5,2%</u>
Total	4.700	100%		10 %

Esta tasa del 10% de costo del capital será aplicada al monto de capital invertido correspondiente, y de esa manera se determinará la suma total del costo de capital a deducir de la Ganancia Operativa Neta. La diferencia entre ella y suma total del costo de capital arroja el EVA de la compañía, negocio o segmento del mismo.

### **III. Efectos de las Correcciones**

Las correcciones mencionadas en los puntos anteriores intentan aproximar los conceptos de valor de mercado y de creación de valor, sin embargo es interesante analizar algunos de ellos y en especial la no inclusión de otros.

Debemos recordar que el EVA se enfoca desde el punto de vista de los inversores y en su versión original lo que interesa es lo efectivamente invertido, por lo tanto estarán fuera del cálculo todos aquellos conceptos que no representen efectivas erogaciones. Así no pueden estar incluidos conceptos que representan valor autogenerado sin necesidad de erogaciones específicas, tales como clientela, estructura, capacidad de la gerencia, etc.

Tampoco podrían ser incluidos los llamados resultados por tenencia, no solo los positivos (valorizaciones de activos), sino que también se anulan los negativos (previsiones). Es por ello que se insiste en la asignación del método "peps" para la asignación del costo y del inventario, dado que de utilizarse una valuación corriente no sería necesario recurrir a método alguno de asignación para hacer correcciones.

Uno de los aspectos a considerar es la consideración de los costos financieros. En efecto, el resultado es ajustado tomando en cuenta únicamente los costos financieros explícitos quedando fuera del cálculo los costos financieros implícitos. Al desconocerlos se está considerando que existen pasivos sin costo financiero alguno.

Lo dicho es solo parcialmente cierto en algunos pasivos: cargas fiscales, sociales, proveedores en cortos plazos que no hayan cargado financiación aunque hayan otorgado plazo para el pago, cuentas particulares que no generan intereses, etc.

La no consideración de los costos financieros implícitos distorsiona tanto el resultado como el capital empleado. Por supuesto que si en la registración se ha seguido el criterio de separar el costo financiero implícito, el estado de resultados lo mostraría como si estuviera explícito y la situación patrimonial también lo tendría en cuenta.

Otras consideraciones pueden hacerse con relación a la incorporación de resultados por tenencia y su correspondencia con el valor de activos o el costo.

Los ajustes de aquellos conceptos que han sido incluidos disminuyendo el resultado, tales como amortizaciones sobre los intangibles y principalmente los costos de Investigación y Desarrollo merecen una análisis especial.

La idea de anular las amortizaciones sobre los intangibles derivan de la idea que dichos bienes se estima que poseen valor más allá de la erogación necesaria para su posesión. Como se sabe el valor de los intangibles no tiene una correlación directa con su costo, dado que puede ser mayor o menor que él. Como no se tiene una idea objetiva y verificable de su valor, se elimina su amortización para mantener, al menos, su costo original, siempre que aún posea cualidades para obtener beneficios futuros a través de su utilización.

Cabe preguntarse también si es posible la incorporación de otros intangibles tales como: clientela, estructura interna, procesos y otros que se consideran formando parte del llamado "Capital Intelectual". Por el momento existe la imposibilidad material de incorporar este tipo de intangibles habida cuenta de la dificultad existente para asignarle mediciones monetarias confiables y verificables.

El caso especialmente contemplado de los Gastos de Investigación y Desarrollo merece algunas acotaciones. En primer lugar debemos tener en cuenta que en general solo los gastos de investigación se imputan a resultados, pudiendo activarse, cumplidos ciertos extremos, los referidos al desarrollo de los productos. Esta situación ha generado controversias dado que lo invertido en investigación podría estar contemplado en función de los beneficios futuros a obtener.

Sobre la correlación entre el valor de mercado y la creación de valor a través de los gastos de investigación y desarrollo se expresa un estudio realizado en Inglaterra sobre 300 empresas que cotizan en la Bolsa de ese país.

En el mencionado estudio se demostró una correlación positiva entre la creación de valor (EVA), y el valor de mercado en el grupo de industrias farmacéuticas, de biotecnología, petroleras integradas, ingeniería electrónica y eléctrica y otras ingenierías. En estos casos el mercado tiene fuertes expectativas de beneficios futuros debidos a la investigación y el desarrollo de nuevos productos.

En cambio no se produce lo mismo en otros campos de la industria como los de alimentos, materiales de construcción, papel, servicios de salud (no incluido lo farmacéutico) y otros servicios, donde la correlación es negativa. En estos casos el mercado parece preferir que este tipo de actividades ponga el énfasis en la eficiencia presente y no tanto invirtiendo hacia el futuro.

Una menor correlación a la anterior se nota en un tercer grupo de empresas, el de los conglomerados, es decir grupos empresarios con distintas actividades.

Todo lo expuesto tiene que ver con la depuración del resultado operativo y por ende con la determinación del capital empleado y tal como podemos observar los resultados pueden diferir grandemente según sean tomados en cuenta o no determinados conceptos.

Por otra parte la no consideración de los intangibles que por el momento no tienen consideración en los estados contables, en especial los referidos al capital humano, el capital estructural externo (clientela y otros) y el capital estructural interno (procesos y otros), y la consideración parcial del capital investigación y desarrollo, hacen que el EVA sea simplemente una aproximación a la creación de valor, dado que el valor que también se crea a través de la utilización de intangibles no reconocidos no queda puesta de relieve.

También en la correlación con el valor de mercado queda una brecha por la no consideración de estos intangibles, que los inversores sí tienen en cuenta aunque no puedan asignarle valores totalmente confiables desde el punto de vista monetario. En realidad el concepto de EVA y valor de la empresa no parece ser real cuando se lo mide y tampoco puede afirmarse que tenga una relación unívoca con el valor de la acción.

El ejemplo simplificado que detalla a continuación pone de manifiesto algunas de las consideraciones que hemos efectuado con relación a las correcciones, tanto de los resultados como del capital empleado.

Por último debemos tener en cuenta que el EVA, si bien no es una medida definitiva de la creación de valor, puede tener otras virtudes desde el punto de vista gerencial, ya que pone en evidencia que quien invierte espera una renta por ello y que para que esto sea posible hay que hacer un eficiente uso de los recursos puestos a disposición de los encargados de llevar adelante la gestión.

#### IV. Ejemplo

Se trata de una empresa comercial con mediana participación de activos intangibles.

Todos los datos están expresados en miles de pesos.

Estados Contables

<b>SITUACION PATRIMONIAL</b>			
<b>ACTIVO</b>		<b>PASIVO</b>	
<b>Activo Corriente</b>		<b>Pasivo Corriente</b>	
Efectivo	50	Ctas.a Pagar Comerc.	350
Cuentas a Cobrar	370	Ctas a Pagar Financ.	<u>300</u>
Bienes de Cambio	<u>380</u>		650
	<u>800</u>		
<b>Activo no Corriente</b>		<b>Pasivo no Corriente</b>	
Bienes de Uso	1250	Ctas.a Pagar Financ.	<u>760</u>
Bienes Intangibles	<u>300</u>		
	<u>1550</u>	<b>Patrimonio Neto</b>	<u>940</u>
<b>Total del Activo</b>	<u>2350</u>	<b>Total del Pasivo y PN</b>	<u>2350</u>

#### **ESTADO DE RESULTADOS**

Ventas Netas	2.600
Costo de Ventas	-1.400
Gastos Operativos	-500
Depreciaciones	<u>-150</u>
<b>Utilidad de operaciones</b>	550
Intereses	<u>200</u>
<b>Utilidad antes de Impuestos</b>	350
Impuesto a las Ganancias	<u>140</u>
<b>Utilidad neta</b>	<u>210</u>

#### **Aclaraciones:**

En las depreciaciones se encuentran incluidos \$ 35 correspondientes a Intangibles.

De haberse valuado los Bienes de Cambio a valores de mercado existirían resultados por tenencia de \$ 15, de ellos \$5 imputables al costo y \$ 10 a las existencias.

Las cuentas a pagar comerciales son por compra de bienes de cambio. En su momento no se segregaron costos financieros por \$ 20. Al cierre el 50% está incluido en las existencias finales. Además el 75% está devengado.

La rentabilidad esperada por los propietarios es del 19,95%.

Los intereses a pagar por el pasivo es en promedio del 10%.

**Cálculo del EVA**

	<u>Original</u>	<u>Con Ajustes</u>
Ventas	2600	2600
Costo de Ventas	1400	1395
Gastos Operativos	500	500
Depreciaciones	150	150
Resultados Tenencia	0	15
Utilidad Operativa	550	570
Impuesto Ganancias	140	140
Util.antes de Intereses	410	430

**Capital empleado en operaciones**

Capital de trabajo	450	455
Activos Fijos	1550	1550
Total	2000	2005

El Patrimonio Neto es el 40% de la financiación y el Pasivo el 60%, además se supone una tasa del impuesto a las ganancias del 40%.

La fórmula a emplear:  $(0.1995 \times 0,4) + (0,1 \times 0,6 \times 0,6)$ , para el caso original.

La fórmula a emplear:  $(0.1995 \times 0,4021) + (0,1 \times 0,5979 \times 0,6)$ , para el caso con ajustes

	<u>11,58%</u>	<u>11,61%</u>
Utilidad antes de intereses	410,0	430,0
Costo financiero	231,6	232,8
EVA	178,4	197,2

Como puede observarse de haberse computado la incidencia de los costos financieros implícitos y los valores corrientes en los bienes de cambio, el EVA habría aumentado un 10,5%. Las depreciaciones de los intangibles no se ajustaron por no superar el 10% de las ventas del período.

Si las depreciaciones se hubieran ajustado en los \$ 35 y de haberse podido agregar por \$65.-

otros intangibles incluidos en los gastos (p.e.:capacitación), el EVA sería de 278,5 y su incremento con relación a la primera medición de 56,11%.

## **V. Resumen**

En los últimos tiempos se ha desarrollado la idea de que uno de los objetivos básicos de la empresa es la creación de valor para sus accionistas.

Así se han estudiado procedimientos que midan con mayor precisión ese valor creado por el desempeño económico de la empresa en comparación con los indicadores habitualmente utilizados. Uno de ellos es el Valor Económico Agregado (EVA).

Sin embargo no tenemos que perder de vista que la “creación de valor para los accionistas” es sinónimo de un aumento en la renta que reciben. Crear valor no es un fin en sí mismo ya que debe estar indisolublemente unido al mejoramiento de la renta de los propietarios del capital.

En la actual economía del conocimiento la incorporación del mismo como un activo de la empresa se concreta a través de un conjunto de intangibles que han sido representados por el llamado “Capital Intelectual”.

El EVA no toma en consideración la totalidad de dichos activos como formando parte del capital empleado, aunque se esfuerza por considerarlos parcialmente, en especial con los costos de investigación y desarrollo.

Por ello en la correlación con el valor de mercado queda una brecha por la no consideración de estos intangibles, que los inversores sí tienen en cuenta aunque no puedan asignarle valores totalmente confiables desde el punto de vista monetario. En realidad el concepto de EVA y valor de la empresa no parece ser real cuando se lo mide y tampoco puede afirmarse que tenga una relación unívoca con el valor de la acción.

Por último debemos tener en cuenta que el EVA, si bien no es una medida definitiva de la creación de valor, puede tener otras virtudes desde el punto de vista gerencial, ya que pone en evidencia que quien invierte espera una renta por ello y que para que esto sea posible hay que hacer un eficiente uso de los recursos puestos a disposición de los encargados de llevar adelante la gestión.