



EL SISTEMA DE CREACION DE VALOR

¿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”.

Capítulo

1

GERENCIA DEL VALOR: ¿MODA O CULTURA?

En los últimos años se ha visto cómo las empresas han 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 se está familiarizado.

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.

A pesar de que 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.

El mejoramiento continuo se asocia con el denominado *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 se relacionará con el florecimiento 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.

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*.

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

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, más concretamente,

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

para convertir el valor que se agrega a los clientes y trabajadores en valor agregado para los propietarios?

Aunque el Objetivo Básico Financiero se define como la *maximización del patrimonio de los propietarios*, paradójicamente y por muchos años los gerentes no han sido consecuentes con este propósito.

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.

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

El objetivo básico financiero es la maximización del patrimonio de los propietarios.

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

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

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

que el lector podrá monitorear en la siguiente dirección: www.msn.com/

El concepto de valor agregado para los propietarios no es, pues, más que el que pregona el Objetivo Básico Financiero de la Empresa, por cierto definido hace décadas, como que debe ser el aumento del patrimonio o la riqueza de sus accionistas. Así de sencillo y sin embargo en muchas empresas no se vive este objetivo como algo trascendental.

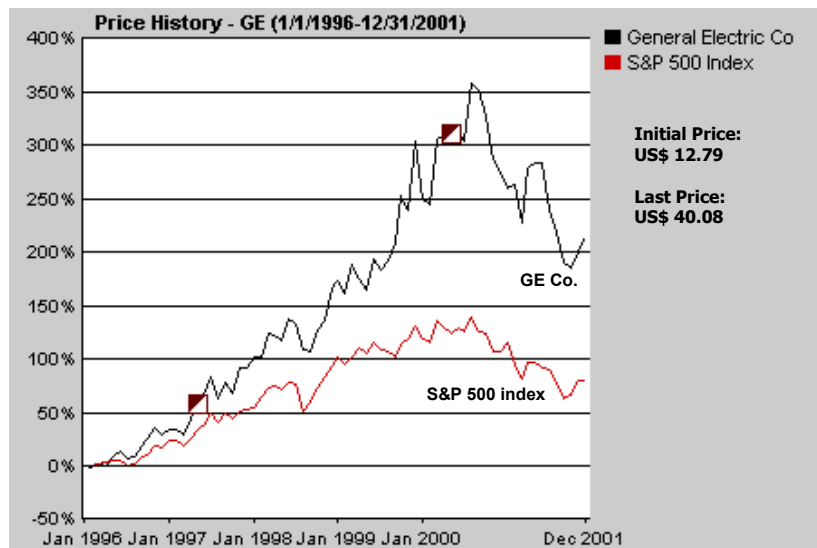


Gráfico 1-1 Comportamiento de la acción de General Electric

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.



En los últimos años y como consecuencia de factores que se describirán 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 este concepto como el eslabón que une los demás objetivos relacionados con clientes y trabajadores. Por ello se dirá 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 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 se denomina *Gerencia de Valor*.

Definición de Gerencia del Valor. Por Gerencia del Valor (GDV), se entenderá 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.





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, las cuales no pueden desligarse del propósito de 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.*

La preocupación por la generación de valor se ha dado principalmente por el flujo mundial de capitales, los retos de la globalización, las privatizaciones y la necesidad de mejores medidas para evaluar el desempeño.

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

Flujo mundial de capitales. La libertad que hoy por hoy tienen los capitales para circular 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

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.

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 sino también por capital para financiar sus operaciones. Esto supone una atractiva oportunidad para que empresas de alto desempeño, término que es 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.

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.

Lo anterior implica el riesgo de que empresas subvaloradas o mal administradas puedan ser sujeto de adquisición en condiciones favorables para quienes las compran, sobre todo 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.⁸*

⁸ “Gaining and Sustaining Competitive Advantage”, Jay B. Barney. Addison Wesley 1997. Página 368.

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 se analizará en los capítulos 5 y 13 en los que se profundizará en el estudio del EVA-Economic Value Added y el MVA-Market Value Added.⁹ 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 recuperar 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 poseedores 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.

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 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.

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

⁹ EVA y MVA son marcas registradas por la firma consultora Stern Stewart & Co. de los Estados Unidos de Norteamérica.

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 estatales lo mismo que explotar actividades que antes eran monopolio de éste.

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 se ha observado el 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.

Muchos indicadores tradicionales de evaluación de resultados no están enfocados hacia la medición de la creación de valor para los propietarios.

Recuérdese, por ejemplo, la forma como en las décadas de los 70 y 80, para referenciar sólo ese lapso, se evaluaban los resultados de las empresas. ¿Recuerda el lector 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 riqueza de los propietarios? Si contesta afirmativamente las tres preguntas su caso sería la gran excepción.

La evaluación del desempeño de las empresas se ha soportado en indicadores que si bien debe reconocerse que 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 producido los resultados deseados.




Es así como observando los informes contables de las empresas se encuentra 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. Supóngase el caso de una empresa cuyo costo de capital es el 20% y que este año 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 se estudiará en capítulos posteriores esta situación en una que destruye valor y sin embargo muy pocos empresarios están atentos a relacionar estos dos eventos.

No puede olvidarse el hecho de que como pueden emplearse métodos alternativos para la contabilización de ciertas transacciones muchos gerentes puedan optar por registros que terminan impidiendo que los estados financieros reflejen 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 se profundizará 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*

Estas tres alternativas de gestión agrupan, a su vez, los procesos¹⁰ que hacen parte de lo que el autor concibe como “El Sistema¹¹ 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 implementando dos procesos:

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

*Se crea valor a través del
Direccionamiento
Estratégico, la Gestión
Financiera y la Gestión del
Talento Humano.*



*El archivo de Power Point
“SISTEMA DE
CREACION DE VALOR”
Resume los temas de este
capítulo.*

*Descargar en:
www.oscarleongarcia.com*

¹⁰ Proceso: Conjunto de las fases sucesivas de un fenómeno natural o de una operación artificial. Diccionario Larousse de la lengua Española.

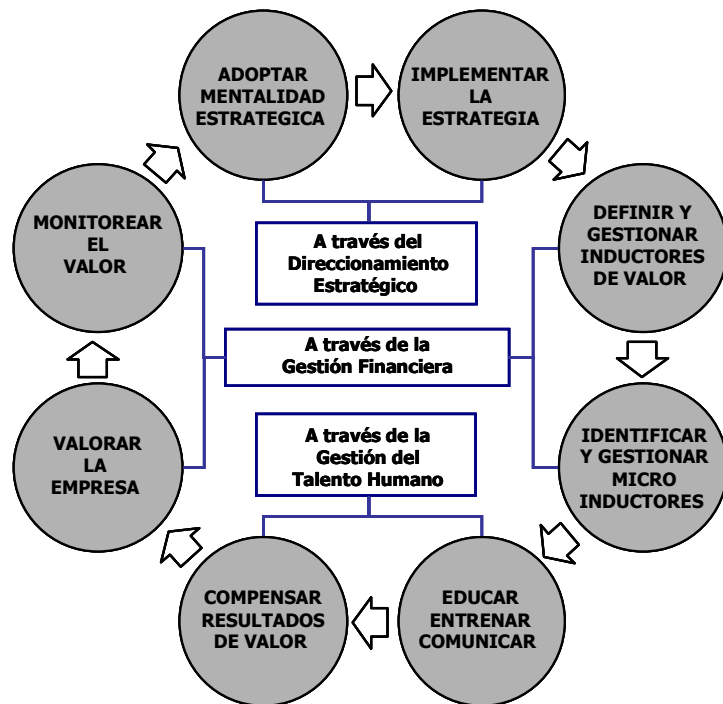
¹¹ Sistema: Conjunto de elementos interrelacionados con un mismo propósito. Diccionario Larousse de la lengua Española

A través de la Gestión Financiera la creación de valor se fomenta implementando cuatro procesos:

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

Finalmente, a través de la gestión del talento humano la creación de valor se fomenta implementando dos procesos:

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



Oscar L. García. Derechos Reservados 2003

Gráfico 1-2 Sistema de Creación de 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 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.

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. Esto es lo que significa tener mentalidad estratégica.

En términos sencillos podría afirmarse que tener mentalidad estratégica es tener definido el rumbo que se le quiere dar a la empresa. Es por ello que muchos académicos de la estrategia afirman que tener mentalidad estratégica es la estrategia misma¹².

Saber para dónde va la empresa está íntimamente relacionado con lo que se denomina *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*¹³ es, finalmente, *el factor clave que permite traducir la Visión de la empresa en valor agregado para los propietarios*.

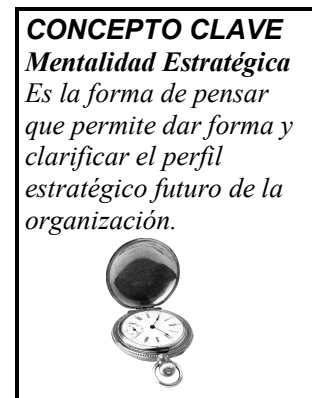
En el siguiente capítulo se explicará la forma en que la Mentalidad Estratégica se relaciona con la creación de valor para los propietarios. El gráfico 1-3 ilustra los principales elementos de dicha relación, cuyo principal eslabón es el concepto de Ventaja Competitiva que a su vez se entenderá como sinónimo de agregación de valor y que se asociará 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.

En este gráfico se observa cómo la expresión de la Visión y Misión, la definición de la fuerza inductora 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

La generación de valor es el resultado del éxito de la estrategia.



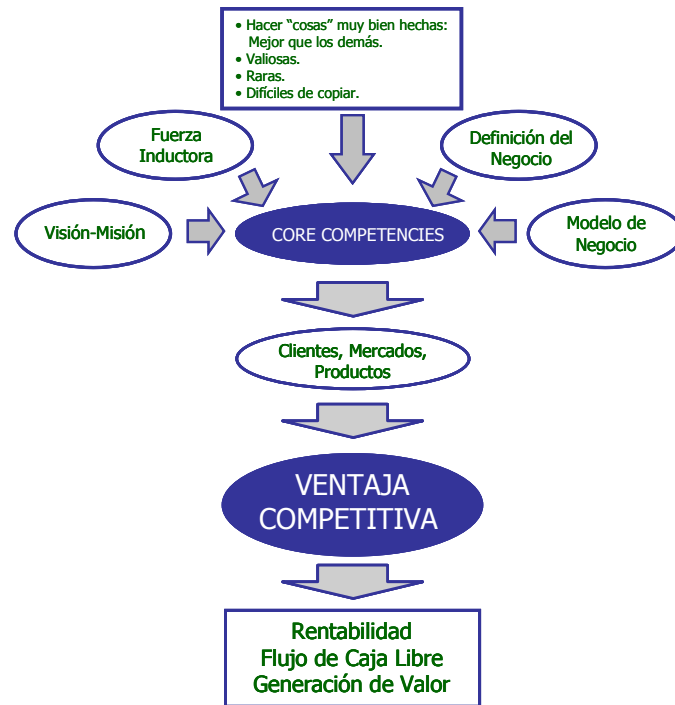
La Gerencia del Valor permite traducir la visión de la empresa en valor agregado para los propietarios.

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

¹² Strategy Pure & Simple II. Michel Robert, McGraw Hill 1998. Página 26.

¹³ En algunas empresas la denominan simplemente "Cultura Financiera"

“un conjunto integrado de habilidades y tecnologías que permite proveer un beneficio particular a los clientes”¹⁴ 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 se utilizará cualquiera de estos términos para referirse a las mencionadas competencias.



Oscar León García S. – Derechos Reservados 2003

Gráfico 1-3 Direccionamiento Estratégico y creación 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 también pueden ser entendidas como aquello que una empresa hace mejor que los demás, es valioso, raro y difícil de copiar. La explicación detallada de estos atributos se presenta en el mencionado capítulo 2.

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 de las posibilidades futuras de generación de flujo

¹⁴ “Competing for the Future”. Gary Hamel y C.K. Prahalad. Harvard Business School Press, 1994. Página 223

de caja está directamente relacionada tanto con la estrategia como con la forma en que ésta es implementada en los diferentes niveles de la organización.

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.

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

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.

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

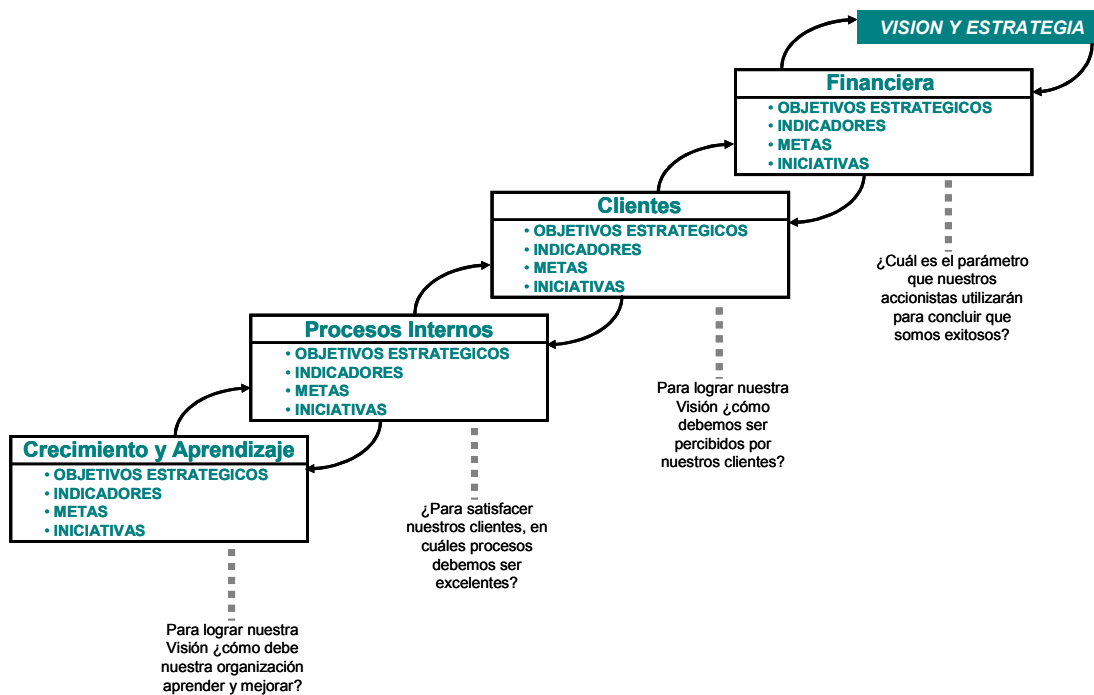


Gráfico 1-6 Modelo general del Balanced Scorecard o Cuadro de Gestión Integral propuesto por Kaplan y Norton.

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 Aprendizaje¹⁵, 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 este concepto tal como lo proponen los mencionados autores.

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:

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

- ☛ *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.*

Definir y 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, denominadas Inductores de Valor. Se definirá Inductor de Valor como aquel *aspecto 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 aumento o disminución como consecuencia de las decisiones tomadas.* Los capítulos 3 al 6 abordan el estudio de dichos inductores.

¹⁵ The Strategy Focused Organization. Robert S. Kaplan y David P. Norton, Harvard Business School Press, 2001. Página 77.

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. Si 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, 12 y 13 abordan con especial profundidad este concepto. En el capítulo 5 se estudiará 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, MVA por sus iniciales en 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.*

Esto se explica con un ejemplo de la vida cotidiana.

Suponga el lector que 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 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.

Como se aprenderá en el capítulo 13, 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.

CONCEPTO CLAVE

Inductor de Valor

Aspecto asociado con la operación del negocio que por tener relación causa-efecto con su valor, permite explicar el por qué de su aumento o disminución 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.

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”. En el capítulo 13 se aprenderá que el MVA no es más que el Valor Presente Neto (VPN), de la empresa.

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

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

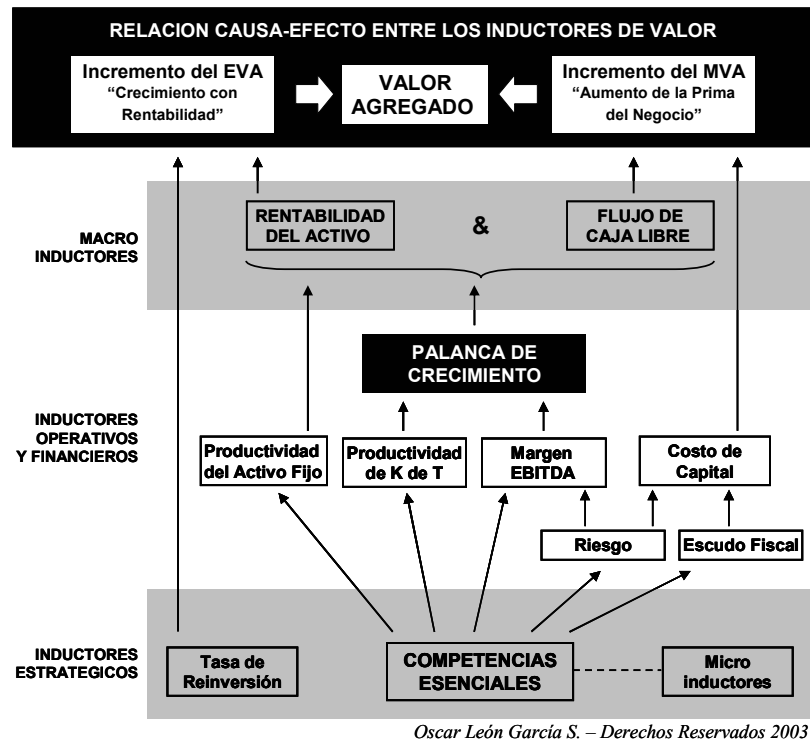


Gráfico 1-4 Relación entre los Inductores de Valor

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




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.*

Su relación 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 se denominan Macroinductores de Valor debido a que el incremento del EVA y el MVA están directamente asociado, por un lado, con el comportamiento favorable de la rentabilidad del activo y por el otro, con que en los FCL futuros esté implícita una rentabilidad superior al costo de capital.

Dada la importancia que reviste la Rentabilidad del Activo y el FCL en la medición de la creación de valor se dedicarán 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 producción bruta de caja, o simplemente la caja bruta, que se destina, después de cubrir los impuestos, a la atención del servicio a la deuda (abono a capital y pago de intereses), al reparto de utilidades, a la inversión en capital de trabajo y al apoyo a la financiación de inversiones en activos fijos.

El Margen EBITDA se obtiene dividiendo esta utilidad entre los ingresos y muestra lo que de cada peso de ingresos se convierte 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.

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

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

$$\text{MARGEN EBITDA} = \text{EBITDA} / \text{Ingresos}$$

Mientras mayor sea este margen mayores serán las 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 los que de cada peso de ingresos se convierte en caja para atender pago de impuestos, inversiones, servicio a la deuda y dividendos.

La Productividad del Capital de Trabajo, PKT, 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.

$$\text{PKT} = \text{KTNO} / \text{Ingresos}$$

El KTNO es, a su vez, igual a:

$$\begin{aligned} & \text{Cuentas por Cobrar} \\ & + \text{Inventarios} \\ & - \text{Cuentas por Pagar a proveedores de bienes y servicios} \end{aligned}$$

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

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, supóngase 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 mientras no tomen drásticas decisiones de reestructuración que permitan regresar al nivel original de 0,20 centavos por peso vendido. Por ello el indicador PKT es un inductor de valor.

El indicador "Palanca de Crecimiento" muestra que tan atractivo es para una empresa crecer.

De la relación entre el Margen EBITDA y la Productividad del Capital de Trabajo surge un importante indicador denominado "*PALANCA DE CRECIMIENTO - PDC*" que permite determinar qué tan atractivo es para una empresa crecer y por lo tanto da una idea con respecto a si el crecimiento agregará o no valor a los propietarios.

Supóngase que una empresa, por su estructura de capital de trabajo y estado de resultados, mantiene un Margen EBITDA igual a 0,22 mientras que su PKT es 0,35. Esto significa que si decide crecer cada peso adicional de ventas producirá 22 centavos de caja bruta, pero igualmente, ese peso adicional demandará una inversión en KTNO de 35 centavos. Lo anterior significa que para poder vender ese peso adicional quedarían faltando 13 centavos, es decir, que dada esa estructura de capital de trabajo y margen EBITDA el crecimiento no es atractivo ya que estaría demandando caja en vez de liberarla.

Para que el crecimiento libere caja el Margen EBITDA debería ser mayor que la PKT, es decir, que la relación entre el primero y el segundo indicador debería ser mayor que uno (1). Esa relación es la denominada “Palanca de Crecimiento”, PDC.

Lo ideal es que la PDC sea mayor que 1.

PDC = Margen EBITDA / PKT

En el capítulo 6, dedicado al estudio de los inductores de valor operativos se presenta un amplio detalle de los diferentes aspectos relacionados con este indicador. En el capítulo 13 se muestra cómo, cuando es menor que 1, por más que la empresa crezca su valor no se incrementa sustancialmente.

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 se relacionan con 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

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

competencias para explotar y aplicar a clientes, mercados y productos relevantes.

El incremento del valor de la empresa está directamente asociado a la disposición de los dueños de invertir en ella.

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 dichas inversiones deben producir una rentabilidad superior al costo de capital.

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.

Identificar y Gestionar Micro Inductores de Valor. 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.

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”.

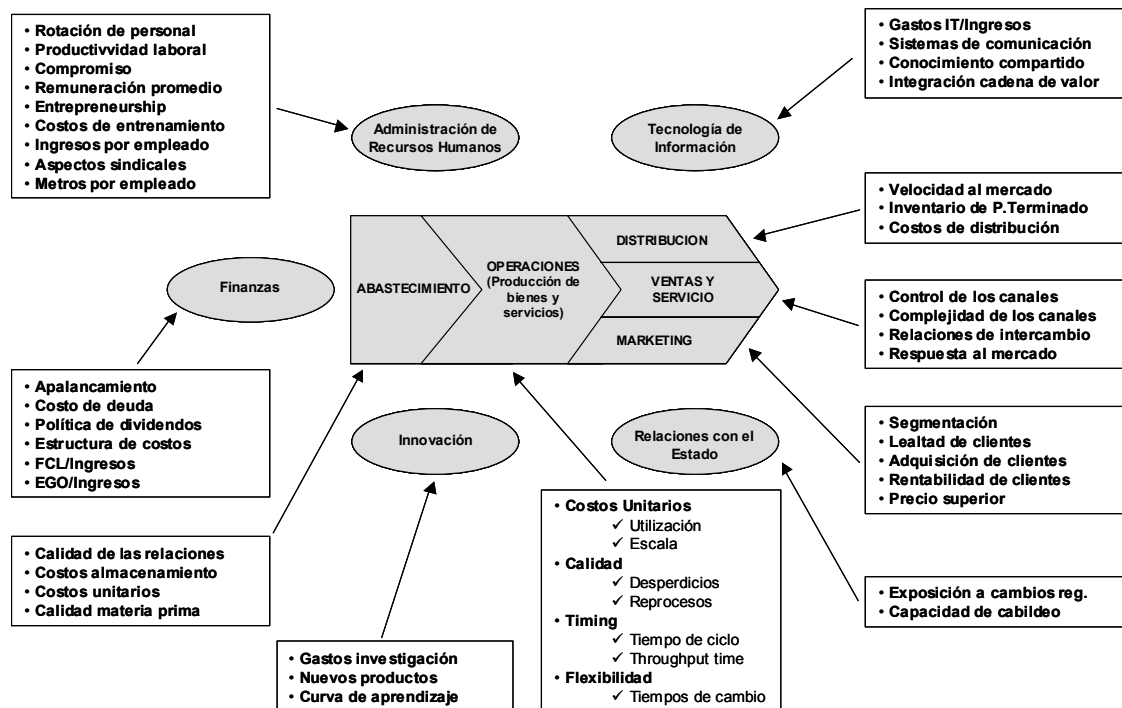


Gráfico 1-7 Relación entre la Cadena de Valor, las Competencias y los Microinductores.

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.

La selección de los microinductores que luego se utilizarán en el proceso de evaluación del desempeño debe tener en cuenta las actividades de la cadena de valor de la empresa que más dramáticamente impactan su valor. El gráfico 1-7¹⁶ ilustra diferentes aspectos relacionados con las actividades de la cadena de valor y puede servirle al lector como fuente de inspiración para determinar las competencias que la empresa debería cultivar, lo mismo que los micro inductores de valor que reflejan el aprovechamiento de dichas competencias.

Valorar la Empresa. Para poder determinar si el valor de la empresa se está aumentando o disminuyendo, lo mínimo que se debe tener disponible 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.

Los capítulos 7 a 11 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.

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.

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

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

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.

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

¹⁶ Tomado de “Value Drivers”. Mark Scott. John Wiley & Son, 1998.

Financiero o Plan de Desarrollo y cuyo efecto monetario se traduce en unas proyecciones financieras.

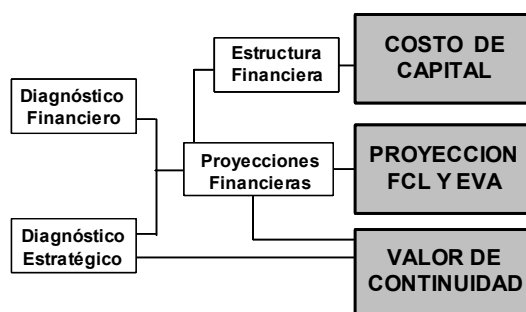


Gráfico 1-5 Pasos para la valoración de la empresa

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 estimar, 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 se aprenderá en el capítulo 12, el resultado debe ser el mismo por cualquiera de los dos.

El Valor de Continuidad es el valor que adoptaría 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 adopta 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 utilizará 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 o depuraciones 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 se discutirán a profundidad en el capítulo 13 donde se ilustrará un modelo que permite asociar los diferentes componentes que se deben utilizar para el cálculo del incremento del EVA y el MVA.

El gráfico 1-8 sugiere que el EVA y el MVA tienen relación directa con lo que se denominará “Rentabilidad Total”. Esta rentabilidad es la que se obtiene dividiendo la suma entre el incremento del valor de la empresa logrado en el período, $(V_1 - V_0)$ y el flujo de caja libre producido en el mismo lapso, entre el valor de la empresa al principio del período (V_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. Recuérdese 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.

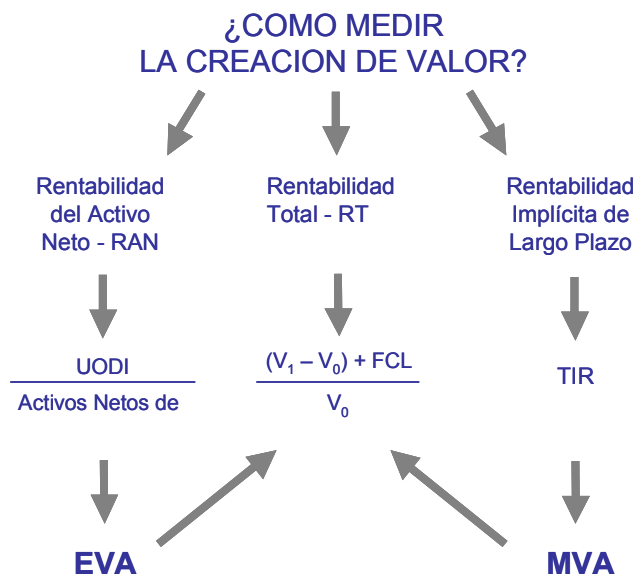


Gráfico 1-8 Relación entre la Rentabilidad, el EVA y el MVA.

Esta propuesta de cálculo de la rentabilidad que muy pocas empresas utilizan y es una de las novedades del mencionado capítulo 13, requiere de la realización de un ejercicio de valoración que debe actualizarse período tras período. En dicho capítulo se aprenderá, 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 anterior. En el capítulo 5 dedicado al estudio del EVA se aprenderá por qué la Rentabilidad del Activo Neto es una medida incompleta de la rentabilidad cuyas limitaciones son subsanadas con el propuesto indicador de “Rentabilidad Total”.

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

En el capítulo 13 también se analizará el efecto que sobre el valor de la empresa puede tener el crecimiento según sea su Palanca de

Crecimiento, PDC. Se ilustrará un modelo que permite determinar cuando valor agrega o destruye una mejora o deterioro de este indicador.

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

Por último, en dicho capítulo se entenderá por qué 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 denominada “Rentabilidad o TIR Implícita de Largo Plazo”.

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.

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

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 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.

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

Las Decisiones Operativas, asociadas 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 se aprenderá 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.

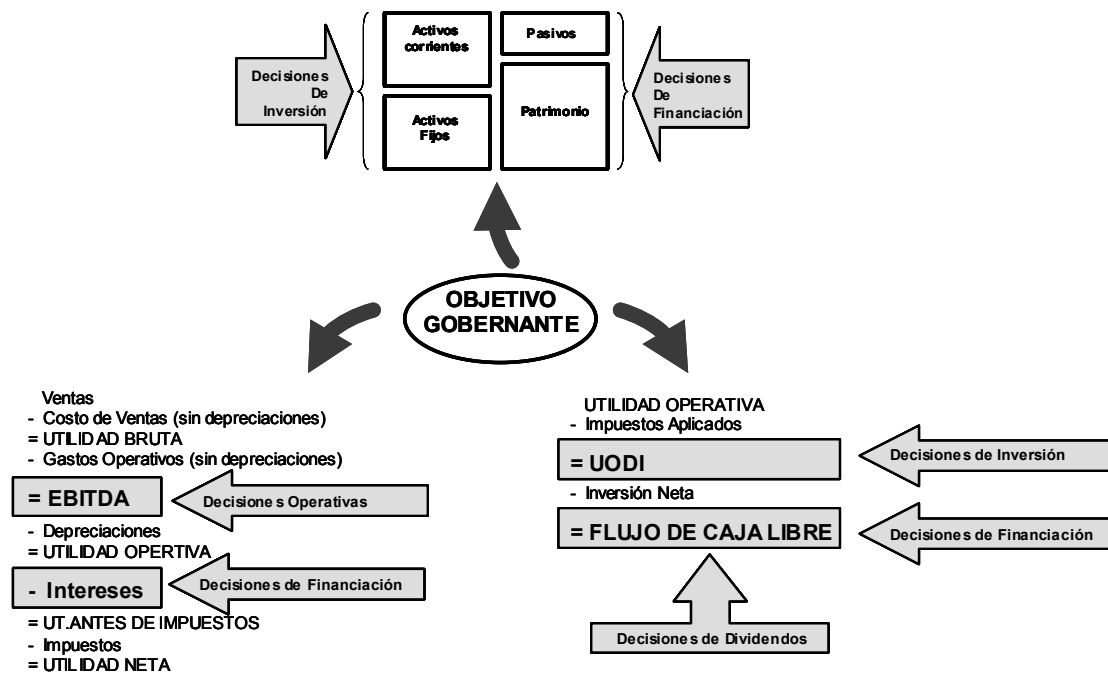


Gráfico 1-9 Relación entre las decisiones y los estados financieros.

Las Decisiones de Inversión, asociadas con el aumento de los activos también tienen relación 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 FCL

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

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 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.

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

Las Decisiones de Financiación, asociadas con 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 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.

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

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 se estudiará en el capítulo 11 dedicado al análisis del Valor de Continuidad. Dicho potencial de crecimiento depende 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.

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

Compensación por Resultados Asociados con la Creación de Valor.

Un adecuado diseño de indicadores de desempeño y un esquema de pago de incentivo 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 incentivo por resultados debe ser claro: Motivar a gerentes y empleados para que tomen decisiones generadoras de valor premiándolos de acuerdo con la cantidad generada.

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

Para muestra un botón. Aun hoy se ven empresas que compensan a sus ejecutivos principales concediéndoles participación en la utilidad neta. 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 periodo, aumentando artificialmente la verdadera utilidad económica.*
- ☛ *En empresas manufactureras, acumulación de altos niveles de inventario al final del periodo 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 anterior¹⁷. 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, aspecto que se analiza en el capítulo 5.

➤ Darles a ciertos gastos en exceso la categoría de “diferidos” con el fin de amortizarlos en varios períodos contables.

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.

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

Igualmente, en 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 estaría determinada por 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 a través de la acumulación de inventarios ociosos.

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”.

¹⁷ Para una mayor comprensión de esta alternativa consúltese el capítulo 6 del texto “Administración Financiera - Fundamentos y Aplicaciones” del mismo autor de esta obra.

De todo lo anterior se concluye que los incentivos salariales en 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, la PKT, la eficiencia operacional total medida por la relación $EGO^{18}/Ingresos$ y la PDC, 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.

¹⁸ Efectivo Generado por las Operaciones.