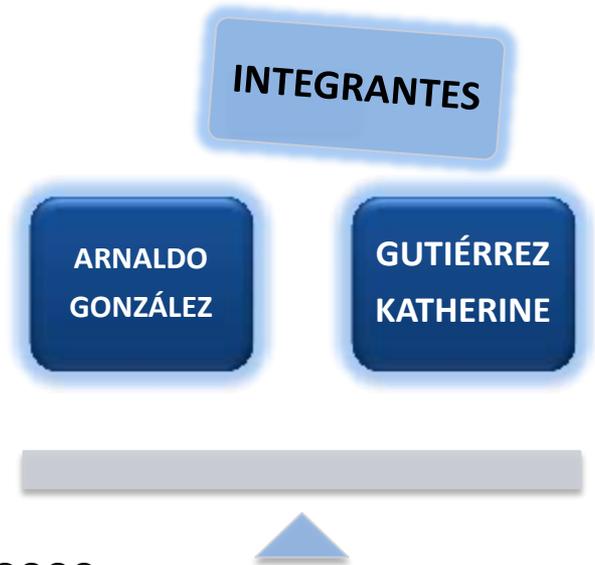




U
N
E
X
P
O

UNIVERSIDAD NACIONAL EXPERIMENTAL POLITÉCNICA
"ANTONIO JOSÉ DE SUCRE"
VICE-RECTORADO PUERTO ORDAZ
DEPARTAMENTO DE INGENIERÍA INDUSTRIAL
CÁTEDRA: INGENIERÍA FINANCIERA
SECCIÓN: T1

EL VALOR EMPRESARIAL



CIUDAD GUAYANA, ENERO 2009

INTRODUCCIÓN

Es evidente que el fracaso empresarial es el resultado de un complejo económico en el que interaccionan múltiples factores, tanto de carácter interno como externo a la propia empresa: la demografía empresarial, los mercados financieros, la estructura cambiante de los mercados productivos, la estrategia de la empresa, el mercado laboral o la política económica de la Administración entre otros muchos. Todo ello convierte en ardua y complicada la tarea de evaluar la dinámica que experimentará una empresa a medio y largo plazo.

De esta forma consideramos que identificar y analizar aquellos factores determinantes de la insolvencia y del fracaso empresarial, mejorando y proponiendo nuevos sistemas de información que permitan detectar con suficiente antelación situaciones específicas de riesgo deben ser, precisamente ahora, objetivos básicos en la política estratégica de cualquier empresa. La antelación en las medidas posibilitará la toma de posiciones en orden a minimizar el riesgo futuro de crisis empresariales. Por todo lo dicho, estimamos que las técnicas de análisis y valoración de riesgos adquieren en estos momentos suma relevancia capital que justifica el interés de los profesionales e investigadores por mantener un alto nivel de conocimiento en estos temas.

EL VALOR

Es una cualidad que confiere a las cosas, hechos o personas una estimación, ya sea positiva o negativa.

EL VALOR ACTUAL Y COSTO OPORTUNIDAD DE CAPITAL

El Valor Actual, Indica el valor de hoy de una inversión a recibir en el futuro. A partir de esto podemos calcular su valor. Para ello despejamos el valor actual y obtenemos:

$$VA = VF / (1+i)^n$$

Siendo:

VF: Valor futuro de la inversión

n: número de años de la inversión (1,2,..., n)

i: tasa de interés anual expresada en tanto por uno

El VA será mayor cuando menor sean i y n.

El Costo de Oportunidad de Capital, o coste promedio ponderado de capital, se define como la suma del coste ponderado de los recursos ajenos y de los recursos propios.

EL VALOR

VALOR ACTUAL Y RIESGO

Es preciso señalar que cuanto más grande sea el riesgo asociado al proyecto más valiosa será la opción sobre la inversión. Ello se debe a la asimetría existente entre pérdidas y ganancias; así, un aumento de las operaciones hará aumentar la positividad del VAN mientras que un gran descenso de aquéllas no necesariamente hará que el VAN sea negativo. Claro que hay que tener en cuenta que aunque un aumento del riesgo del proyecto puede aumentar el valor de la opción, en el contexto del presupuesto de capital, podría aumentar el coeficiente de volatilidad *beta* del activo y reducir el valor actual neto del escenario base a través del incremento de la tasa de descuento. Por ello, habrá casos en que el aumento de valor de la opción supere al descenso del VAN básico pero existirán otros en que ocurra exactamente lo contrario. Concretando, un aumento del valor de la opción de invertir no significa que aumente el deseo de hacerlo, puesto que el aumento del riesgo reduce el deseo de invertir, debido a que el incremento en el valor de la oportunidad de inversión se debe, precisamente, al valor de la espera. Por tanto, el aumento del valor de la opción de inversión refleja exactamente la necesidad de esperar todo lo que se pueda antes de proceder a realizar el proyecto de inversión.

EL VALOR

VALOR ACTUAL Y RIESGO

Por la misma razón un aumento del tipo de interés sin riesgo (r_f) produce un descenso del valor del activo (al penalizar el valor actual de los flujos de caja esperados) y, al mismo tiempo, reduce el valor actual del precio de ejercicio. Por lo general, pero no siempre, el efecto neto resultante induce a pensar que un aumento del tipo de interés sin riesgo provoca un ascenso del valor de los proyectos con opciones de expansión (esto es, que un aumento del tipo de interés sin riesgo suele reducir con más fuerza el valor actual del precio de ejercicio que el valor del activo).

El Valor en Riesgo (VAR) es una estimación estadística del riesgo de mercado que representa algunas ventajas:

Globaliza todas las posiciones de activo/pasivo y divisa/interés.

Tiene en cuenta correlaciones, no solo entre los distintos puntos de la curva, sino entre distintos mercados.

Cuantifica el riesgo de mercado expresándolo en una única magnitud.

EL VALOR

¿POR QUÉ EL VALOR ACTUAL NETO (VAN) CONDUCE A MAYORES DECISIONES DE INVERSIÓN QUE OTROS CRITERIOS?

VALOR ACTUAL NETO (VAN): Es la suma de valores positivos (ingresos) y de valores negativos (costos) que se producen en diferentes momentos. Dado que el valor del dinero varía con el tiempo es necesario descontar de cada periodo un porcentaje anual estimado como valor perdido por el dinero durante el periodo de inversión. Una vez descontado ese porcentaje se pueden sumar los flujos positivos y negativos. Si el resultado es mayor que cero significara que el proyecto es conveniente. Si es menor que cero no es conviene. El objeto del presupuesto de capital es encontrar proyectos de inversión cuya rentabilidad supere al coste de llevarlos a cabo. El principal problema, dejando a un lado el de la determinación del coste de oportunidad del capital del proyecto, es el de la valoración del activo que se creará al realizar la inversión (una fábrica, un barco, una refinería, etcétera). Así, cuando valoramos un proyecto de inversión realizamos una previsión de los flujos de caja que promete generar en el futuro y procedemos a calcular su valor actual con objeto de poder comparar, en un momento determinado del tiempo (el actual), el valor global de dichos flujos de caja con respecto al desembolso inicial que implica la realización de dicho proyecto.

EL VALOR

¿POR QUÉ EL VALOR ACTUAL NETO (VAN) CONDUCE A MAYORES DECISIONES DE INVERSIÓN QUE OTROS CRITERIOS?

Uno de los criterios de comparación más comúnmente empleados en las empresas es el del *valor actual neto* (VAN) que, además, es el criterio más acorde al objetivo general de todo directivo: la maximización del valor de la empresa para el accionista; puesto que indica exactamente cuanto aumentará de valor una empresa si realiza el proyecto que se está valorando.

$$VAN = -A + \sum_{j=1}^{j=n} \frac{FC_j}{(1+k)^j}$$

Sin embargo, es necesario tener en cuenta que cuando se analiza un proyecto de inversión bajo la óptica del criterio de valoración VAN se están realizando una serie de supuestos que afectan al resultado obtenido. Los principales son:

EL VALOR

a.

Los flujos de caja que el proyecto promete generar pueden reemplazarse por sus valores medios esperados y éstos se pueden tratar como valores conocidos desde el principio del análisis. Este supuesto implica ignorar que la directiva puede alterarlos al adaptar su gestión a las condiciones imperantes en el mercado durante toda la vida del proyecto. Esta *flexibilidad* crea valor para el proyecto de inversión, valor que el método VAN, por ejemplo, es incapaz de reflejar.

b.

La tasa de descuento es conocida y constante, dependiendo únicamente del riesgo del proyecto. Lo que implica suponer que el riesgo es constante, suposición falsa en la mayoría de los casos, puesto que el riesgo depende de la vida que le quede al proyecto y de la rentabilidad actual del mismo a través del efecto del apalancamiento operativo. Por tanto, la tasa de descuento varía con el tiempo y, además, es incierta.

c.

La necesidad de proyectar los precios esperados a lo largo de todo el horizonte temporal del proyecto es algo imposible o temerario en algunos sectores, porque la gran variabilidad de aquellos obligaría a esbozar todos los posibles caminos seguidos por los precios al contado a lo largo del horizonte de planificación. Como esto es muy difícil de hacer, de cara a la aplicación del VAN, arbitrariamente se eligen unos pocos de los muchos caminos posibles.

EL VALOR

VALOR ACTUAL AJUSTADO: Valora el proyecto como si fuera una empresa, financiada enteramente con recursos propios. La emisión de deuda ahorra impuestos a la empresa, aumentando el FNC que se distribuyen accionistas y poseedores de títulos de deuda emitidos por la empresa. Pero mayor el riesgo asociado al mismo aumentando la probabilidad de incurrir en costes de quiebra o insolvencia.

Estimado el VAN del caso básico se valora a continuación uno a uno los efectos, positivos o negativos, derivados de las decisiones de financiación y, finalmente, se añaden todos los VAN de esos efectos al VAN del caso básico. Si el VAA resulta positivo, el proyecto de inversión se acepta. Si resulta negativo, se rechaza.

Ventajas del VAA

Además de estimar la creación de valor para el accionista indica las fuentes de donde procede la creación de valor:

- las decisiones de inversión
- y las decisiones de financiación



Otros Efectos del VAA

- Costos de emisión
- Financiación subvencionada
- Costos asociados a una suspensión de pagos o una quiebra

EL VALOR

VALOR ECONÓMICO AGREGADO

El EVA es un concepto que se ha conocido en Latinoamérica en la década de los años noventa, a pesar que las teorías económicas y financieras desarrollaron elementos aproximados desde hace algo más de un siglo.

Alfred Marshall fue el primero que expresó una noción de EVA, en 1980, en su obra capital *The Principles of Economics*: "Cuando un hombre se encuentra comprometido con un negocio, sus ganancias para el año son el exceso de ingresos que recibió del negocio durante el año sobre sus desembolsos en el negocio. La diferencia entre el valor de la planta, los inventarios, etc., al final y al comienzo del año, es tomada como parte de sus entradas o como parte de sus desembolsos, de acuerdo a si se ha presentado un incremento o un decremento del valor. 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 a administrar".

EL VALOR

VALOR ECONÓMICO AGREGADO

La idea del beneficio residual apareció en la literatura de la teoría contable en las primeras décadas de este siglo; se definía como el producto de la diferencia entre la utilidad operacional y el costo de capital. La empresa General Electric lo estuvo utilizando a partir de los años veinte. Posteriormente, en los 70, algunos académicos finlandeses lo estuvieron usando y, entre ellos, Virtanen lo define como un complemento del retorno sobre la inversión (Return Over Investment, ROI) para la toma de decisiones.

Peter Drucker en un artículo para Harvard Business Review se aproxima al concepto de creación de valor cuando expresa lo siguiente: "Mientras que un negocio tenga un rendimiento inferior a su costo de capital, operará a pérdidas". no importa que pague un impuesto como si tuviera una ganancia real. La empresa aun deja un beneficio económico menor a los recursos que devora...mientras esto sucede no crea riqueza, la destruye".

EL MODELO DEL EVA

Toda empresa tiene diferentes objetivos de carácter económico-financiero. A continuación se enuncian los más importantes:



Aumentar el valor de la empresa y, por lo tanto, la riqueza de los propietarios.

- **Obtener la máxima utilidad con la mínima inversión de los accionistas.**
- **Lograr el mínimo costo de capital.**



Trabajar con el mínimo riesgo.

- **Proporción equilibrada entre el endeudamiento y la inversión de los propietarios.**
- **Proporción equilibrada entre obligaciones financieras de corto plazo y las de largo plazo.**
- **Cobertura de los diferentes riesgos: de cambio, de intereses del crédito y de los valores bursátiles.**



Disponer de niveles óptimos de liquidez.

- **Equilibrio entre el recaudo y los pagos.**
- **Financiamiento adecuado de los activos corrientes.**

EL MODELO DEL EVA

El valor económico agregado o utilidad económica es el producto obtenido por la diferencia entre la rentabilidad de sus activos y el costo de financiación o de capital requerido para poseer dichos activos.

EVA es más que una medida de actuación, es parte de una cultura: la de Gerencia del Valor, que es una forma para que todos los que toman decisiones en una empresa se coloquen en una posición que permita delinear estrategias y objetivos encaminados fundamentalmente a la creación de valor.

Si a todos los ingresos operacionales se le deducen la totalidad de los gastos operacionales, el valor de los impuestos y el costo de oportunidad del capital se obtiene el EVA. Por lo tanto, en esta medida se considera la productividad de todos los factores utilizados para desarrollar la actividad empresarial. En otras palabras, el EVA es el resultado obtenido una vez se han cubierto todos los gastos y satisfecho una rentabilidad mínima esperada por parte de los accionistas.

EL MODELO DEL EVA

Es decir, el valor económico agregado o utilidad económica se fundamenta en que los recursos empleados por una empresa o unidad estratégica de negocio (UEN) debe producir una rentabilidad superior a su costo, pues de no ser así es mejor trasladar los bienes utilizados a otra actividad. Esto obliga a un análisis más profundo que el desarrollado por los indicadores tradicionales de crecimiento en ingresos, utilidades y activos como factores de evaluación del desempeño. Esto, además, obliga a una presentación más clara de los balances para establecer los diferentes recursos, bienes y derechos empleados por cada unidad estratégica de negocio en su proceso de generación de utilidades y flujo de caja. La toma de decisiones puede ser influida por el tipo de indicadores seleccionados para medir el desempeño. Empresas dirigidas hacia el uso de parámetros como la utilidad neta, los diferentes márgenes de ganancias o el crecimiento de las ventas pueden desarrollar un punto de vista miope e ignoran otros elementos de análisis como la racionalización del capital de trabajo o la productividad derivada del uso de la capacidad instalada. La evaluación de dichas oportunidades solo puede basarse en el uso de indicadores enfocados en el concepto de valor.

CONCLUSIONES

El aumento del valor de la opción de inversión refleja exactamente la necesidad de esperar todo lo que se pueda antes de proceder a realizar el proyecto de inversión.

Una de las ventajas del valor de riesgo es globalizar todas las posiciones de activo/pasivo y divisa/interés.