

Por Eduardo Contreras, académico de Ingeniería Industrial, FCFM, Universidad de Chile.

EVA: Aportes y deficiencias en su aplicación a la gestión financiera



Un concepto similar al Economic Value Added (EVA)¹ fue introducido alrededor de 1920: la Utilidad Residual. Fue olvidado hasta que Stern Stewart & Company lo reintrodujo en los años '80, bajo la definición de Ganancia Neta de Operación después de Impuesto (Net Operating Profit After Taxes, NOPAT) menos el costo del capital empleado:

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - \text{COSTO CAPITAL}$$

$$\text{COSTO CAPITAL} = \text{TASA de COSTO de CAPITAL} * \text{CAPITAL EMPLEADO}$$

Luego,

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - \text{TASA de COSTO de CAPITAL} * \text{CAPITAL EMPLEADO}$$

Para calcular el capital empleado, se han propuesto ajustes al valor contable de los activos o pasivos y patrimonio de la empresa². La tasa de costo de capital corresponde al Weighted Average Cost of Capital (WACC), que se analiza más adelante.

Una contribución del EVA ha sido re-

saltar que el capital propio tiene un costo, aunque no es tan evidente como el costo de la deuda.

Si bien una ventaja de EVA es la aparente simplicidad de su aplicación, la técnica presenta desafíos para utilizarla de forma rigurosa, porque se requieren ajustes a los estados financieros. Al comparar dos compañías evaluadas por EVA, el asunto se complica más, ya que

no existen criterios únicos para la contabilidad de los ítems de los estados financieros, creando arbitrariedad en las comparaciones.

Adicionalmente, la aplicación con fines de gestión de EVA en una empresa requiere desagregar el indicador al nivel de unidades de negocio. Esto implica desagregar los estados financieros y desarrollarlos por unidades dentro de la compañía.

La simplicidad del EVA no se verifica aún si las dos dificultades contables planteadas estuvieran resueltas, ya que se necesita el costo de capital de la empresa, para el cual distintos autores sugieren calcular el WACC, que se basa en el modelo CAPM (Capital Assets Pricing Model). Actualmente, la mayoría de las empresas chilenas no realiza dicho cálculo y existen una serie de dificultades prácticas para su correcta aplicación.

Métricas de stock

Si bien durante años se consideró el valor de los activos para valorar empresas, el precio contable de los activos no considera el valor derivado de las oportunidades de crecimiento futuro.

La métrica de valor de stock más extendida en el siglo XX fue el Valor Presente Neto (VPN) de los flujos futuros. Dada su amplia difusión, no se incluye su deducción (se puede encontrar en cualquier texto de finanzas) y se debe recordar que en su cálculo se incluye la tasa de descuento.

Según la teoría financiera, esta tasa -en el caso de que se descuenten los flujos de caja de los activos- se debe calcular como el WACC (el mismo que se utiliza para calcular el EVA), lo que requiere estimar el costo de los fondos propios con el modelo CAPM:

$E(R_i) = R_f + \beta_i \cdot [E(R_m) - R_f]$	
donde:	
$E(R_i)$	retorno esperado sobre el activo riesgoso i
R_f	tasa libre de riesgo;
β_i	coeficiente de riesgo sistemático del activo i
$E(R_m)$	retorno esperado por los accionistas sobre el portafolio "m"

Un reconocido problema en la aplicación del modelo CAPM es la determinación del portafolio de mercado para estimar $E(R_m)$ ³. Otro inconveniente es que el coeficiente β_i es conocido para empresas que transan en Bolsa. Para las que no lo hacen, este coeficiente debe ser aproximado a partir de empresas similares que sí transan en el mercado. El costo de capital de la empresa será el



promedio ponderado de $E(R_i)$ con el costo de la deuda. Los ponderadores son las proporciones de Deuda (D) y Capital (C) en el financiamiento.

Métricas de flujo

El uso de las utilidades para medir agregación de valor está más extendido que el VPN. Si en el cálculo de la utilidad se consideran sólo los ingresos y gastos asociados a las operaciones, y se restan los impuestos, se obtiene el NOPAT (utilizado para calcular el EVA).

Los flujos de utilidades siguen siendo populares a pesar de dos defectos:

1. Es una métrica contable que mezcla valores como la depreciación, costos históricos, valores contables de inventarios y otras mediciones contables, con los valores de mercado reales de algunas partidas.
2. No refleja niveles de riesgo y costo de capital, así como sus diferencias entre compañías.

El EVA mezcla métricas contables -el NOPAT, afectado por el defecto 1- y corrige, en parte, el defecto 2 de las métricas de flujo (no considerar el costo del riesgo). ¿Por qué sólo en parte? Porque al determinar el costo de capital como Capital Empleado * WACC, si bien el WACC mide costos de riesgo y rentabilidades esperadas a valores de mercado, se mantienen también defectos propios

de la contabilidad al determinar el Capital Empleado⁴.

Relación entre EVA y VPN

El concepto de EVA se ha aplicado a la evaluación de proyectos. Esto no es un error, tampoco un aporte. Se puede demostrar que existe una equivalencia: como EVA es medida de flujo y VPN es una métrica de stock, se deben relacionar descontando los EVAs futuros para traerlos a valor presente. Con esto se obtiene una métrica de stock basada en EVA, lo que se conoce como MVA (Market Value Added).

Se puede demostrar que $MVA = VPN$. Por lo tanto, da lo mismo evaluar con VPN de flujos de caja descontados, o descontando EVA; luego, no hay aporte en este ámbito si las empresas ya están evaluando sus proyectos con VPN.

EVA v/s medidas tradicionales de valoración y desempeño

EVA es superior a otras medidas de flujo basadas en utilidades, ya que -a diferencia de éstas- reconoce el costo de capital, por lo tanto, el riesgo de las operaciones de la firma. Sin embargo, dado que mezcla valores contables (como el NOPAT y el valor ajustado de los activos) con valores de mercado, arrastra los problemas de la contabilidad. Por eso, las medidas de desempeño basadas en EVA pueden ser buenas para comparar la eficiencia de los ejecutivos de una empresa, comparando unidades dentro de la organización (suponiendo que los estados financieros estén desagregados a nivel de dichas unidades) o viendo la evolución a lo largo del tiempo de una unidad, pero puede llevar a error al comparar distintas empresas, a no ser que las mediciones de EVA se estandaricen mediante las correcciones de las diferencias en los criterios contables. ●

1 Es marca registrada por Stern Stewart & Co.

2 La segunda es la metodología de Stern Stewart & Co.

3 Crítica de Roll.

4 Cheremushkin critica este aspecto en "What's Wrong with the Economic Value Added?", 2008.