

## ÍNDICE

<b>RESUMEN.....</b>	<b>3</b>
<b>PALABRAS CLAVE.....</b>	<b>3</b>
<b>ABSTRACT.....</b>	<b>3</b>
<b>KEY WORDS.....</b>	<b>4</b>
<b>INTRODUCCIÓN.....</b>	<b>5</b>
<b>ANTECEDENTES.....</b>	<b>5</b>
Holtermann y Compañía.....	6
Diageo de Costa Rica S.A.....	9
Bacasa S.A.....	10
Holtermann Internacional S.A.....	10
<b>EVALUACIÓN ACTUAL DE RESULTADOS EN LAS EMPRESAS.....</b>	<b>11</b>
Situación a la fecha.....	11
Áreas de Oportunidad.....	13
<b>EVA COMO MACROINDICADOR FINANCIERO.....</b>	<b>14</b>
Orígenes.....	14
Fórmula de Cálculo.....	15
Ventajas de la aplicación de EVA como Indicador de Gestión.....	16
Factores para una implementación exitosa de EVA.....	19
<b>EXPERIENCIAS DE EMPRESAS COSTARRICENSES CON EVA.....</b>	<b>21</b>
<b>CONOCIMIENTO Y OPINIÓN DE SOCIOS CON RESPECTO A EVA.....</b>	<b>22</b>
Metodología.....	22
Resumen de resultados de encuesta a socios.....	23

<b>CÁLCULO Y ANÁLISIS DE EVA PARA EMPRESAS HOLTERMANN.....</b>	<b>24</b>
Cálculo y resultados para Diageo de Costa Rica S.A.....	24
Cálculo y resultados para Holtermann Internacional S.A.....	26
Cálculo y resultados para Bacasa S.A.....	26
<b>ANÁLISIS COMPARATIVO DE RESULTADOS ENTRE COMPAÑÍAS.....</b>	<b>28</b>
<b>PROPUESTAS PARA MEJORA DE EVA EN EL TIEMPO.....</b>	<b>30</b>
<b>SISTEMA DE INCENTIVOS BASADO EN EVA.....</b>	<b>31</b>
<b>CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES.....</b>	<b>33</b>
<b>BIBLIOGRAFÍA.....</b>	<b>36</b>

## **Ventajas de la implementación de EVA como un macroindicador de gestión en empresas con unidades de negocio como Holtermann y Compañía S.A.**

---

Eduardo Solano Castro <sup>1</sup>

### **1. RESUMEN**

El EVA o valor económico agregado como macroindicador financiero es una herramienta que se ha venido utilizando cada vez más en las empresas para evaluar la gestión de una forma integral. Si bien es cierto se basa en conceptos muy simples como el costo de capital y retorno de las inversiones, ha venido a reemplazar la forma tradicional en que muchas empresas en todo el mundo venían evaluando su desempeño basado únicamente en las utilidades que producen.

La filosofía detrás del EVA de agregar valor a los accionistas lo que garantiza que las utilidades que se produzcan sean mayores siempre al costo de su dinero; representa una excelente forma de alinear a la empresa y su personal hacia un único y muy claro objetivo.

En firmas como Holtermann y Compañía donde operan dentro de una misma empresa varias sociedades o unidades de negocio, es clave la implementación de un indicador de gestión como este, no sólo para alinear todos los objetivos de la organización, sino para poder evaluar cómo cada una de estas empresas o unidades de negocio contribuyen realmente a la creación de valor en la entidad total, en este caso una alianza estratégica.

A través del desarrollo del artículo se ve que la implementación del EVA representa para la empresa muchos beneficios potenciales, sobre todo si se vincula debidamente con el sistema ya existente de objetivos y evaluación del desempeño de todo el personal.

**PALABRAS CLAVE:** EVA/ Macroindicador financiero/ Gestión/ Resultados/ Desempeño.

---

<sup>1</sup> Bachiller en Administración de Empresas y egresado en Maestría en Administración de Empresas con énfasis en Mercadeo, ULACIT. Candidato a Maestría en Administración de Empresas con énfasis en Finanzas, ULACIT. Correo electrónico: eduardo.solano@holtermann.co.cr

## **2. ABSTRACT**

EVA as a financial macro-indicator is a tool that has been used more and more each time within the companies to evaluate business performance in a comprehensive/ holistic way. Despite it is based on very simple concepts such as cost of capital and return on investment, it has come and been able to replace the traditional way the companies were evaluation performance based on profits production solely.

The general philosophy behind EVA of creating value for the share holders securing that profits are always higher than the cost of their money, represents a unique and valuable way to align a company and its members towards a simple and concrete goal.

In organizations such as Holtermann y Compañía in which there are several entities or business units operating below one single umbrella, it becomes key the implementation of a performance indicator like this one to align all the company objectives and evaluate at the same time how each and every of these business units contribute to the overall objectives and create value for the joint venture structure that exists in this case.

Through-out this article you will discover the potential benefits of the implementation of an indicator like EVA in many ways, especially if it is implemented creating a solid and sounded connection with a performance evaluation and remuneration system.

**KEY WORDS:** EVA/ Financial indicator / Management/ Results/ Performance.

## **3. INTRODUCCIÓN**

Este artículo científico pretende destacar los beneficios que se derivan del desarrollo e implementación de un macroindicador financiero tipo EVA, particularmente en una empresa que cuente con diferentes compañías o unidades de negocios como es el caso de Holtermann y Compañía S.A. en Costa Rica.

El problema se aborda en un inicio, analizando no solo la definición y metodología de cálculo de un indicador de este tipo, sino además las diferentes teorías y opiniones que existen a nivel local e internacional sobre las ventajas y desventajas de implementar en las empresas un macroindicador como este. También se analizan las experiencias de compañías nacionales que ya han implementado EVA como indicador de gestión durante años y sus resultados.

En un segundo apartado, se aplica el cálculo de EVA a los estados de resultados de las diferentes compañías de Holtermann en los últimos tres períodos fiscales, para pasar luego al análisis comparativo de estos resultados y ver qué tantas semejanzas o diferencias existen entre ellos. Posteriormente, se analizan a profundidad los resultados individuales de cada empresa para detectar áreas de oportunidad y proponer acciones que podrían llevar a un mejor resultado EVA en períodos futuros.

En un tercer y último apartado, se desarrolla una propuesta que integre la medición de EVA con los objetivos y la evaluación del desempeño de los ejecutivos de la empresa, y se presenta una propuesta también de Protocolo para asegurar sostenibilidad del modelo de evaluación EVA en el mediano y largo plazo.

## **4. ANTECEDENTES**

### **4. 1. Holtermann y Compañía S.A.**

Holtermann Y Compañía es una empresa local de origen familiar que cumplió en el año 2007 sesenta años de existencia y crecimiento en el mercado costarricense. La empresa fue fundada en 1947 por el Sr. Lorenz Holtermann, quien emigró a Costa Rica desde Noruega.

Durante los primeros 45 años de existencia, la empresa estuvo enfocada en la representación de casas y marcas extranjeras en diferentes negocios, incluyendo vinos, jugos, alimentos preparados, pinturas, artículos de ferreterías y otros.

Poco a poco eso sí, la empresa se fue enfocando cada vez más en el negocio de importación y distribución de vinos y ron Bacardí, hasta que a principio de la década de los noventas, este era ya su principal foco negocio.

En el año de 1991 la compañía fue recomendada a Diageo, firma actualmente número uno en el mundo en la elaboración y distribución de bebidas alcohólicas Premium, para que representara sus marcas en Costa Rica.

Ahora bien, en aquellos años resultó ser que el planteamiento final de Diageo fue más que un contrato simple de representación. Esta multinacional quería invertir y comprar parte de la compañía de distribución a los señores Holtermann.

Cuando los señores representantes de Bacardí Internacional, marca que ya distribuía en ese entonces Holtermann se enteraron de esta intención de Diageo, decidieron que ellos también querían invertir y terminó formándose en 1992 una alianza estratégica o "Joint Venture" entre estos tres socios codueños hoy de Holtermann y Compañía: Diageo PLC, Bacardi Internacional y Holtermann Internacional, sociedad que crearon los Holtermann para mantener sus intereses al vender parcialmente Holtermann y Compañía a Diageo y Bacardí.

Por más de 15 años entonces, la empresa ha estado conformada como una alianza de estos tres socios, los cuales concluyeron que la mejor forma de desarrollar sus marcas en el mercado costarricense, era la creación de una alianza de este tipo y las sinergias que debía crearse al trabajar juntos. Sinergias no sólo por poder entre todos presentar al mercado un solo portafolio de marcas muy sólido, sino obviamente por poder compartir entre los tres los costos de una estructura completa de compañía; contrario a lo que hubiera sido trabajando por separado, pues en este caso cada empresa requiere financiar en un 100% su propia firma para importar, promocionar, vender, distribuir, etc.

A nivel operativo es importante aclarar que existen tres compañías que importan cada una, independientemente, sus propias marcas y productos. Estas compañías son:

Para Diageo	Diageo de Costa rica S.A.
Para Bacardí	Bacasa S.A.
Para los Holtermann	Holtermann Internacional S.A.

Y una única comercializadora: Holtermann y Compañía S.A.

Cada una de estas sociedades tributa de forma separada, y para ello poseen sus propios estados de resultados incluyendo pérdidas y ganancias, balance general, flujos de caja, etc.

El resultado de operación de las compañías importadoras se construye muy a groso modo de la siguiente forma:

### **Compañía importadora Estado de resultados**

- |  |  |
|--|--|
| 1. Ventas/ ingresos                              | Lo que Holtermann y Compañía vende y recupera de las marcas propiedad de esa compañía importadora en un período. |
| 2. Costo de ventas                               | Los costos de esas mercaderías que vende Holtermann y Compañía de la empresa importadora.                        |
| 3. Utilidad bruta                                | Diferencia entre ingresos y costo de ventas  |
| 4. Publicidad y promociones importadora asigna a | El 100% de lo que cada compañía asigne a Holtermann y Compañía, según sea su criterio para este fin.             |

- |                                |   |
|--------------------------------|---|
| 5. Gastos generales            | Una porción de todos los gastos que genera la estructura de ventas, de mercadeo, administrativa, financiera, operativa, etc. de Holtermann y Compañía S.A.<br>Los criterios para distribuir estos gastos han estado vigentes por más de 15 años. La mayoría de gastos se distribuyen entre compañías importadoras de acuerdo con la participación porcentual de cada una en el total de venta neta de Holtermann y Compañía, en un período de tiempo x. |
| 6. Utilidad antes de impuestos | Resultado de restar a la utilidad bruta los gastos de publicidad y promociones y los gastos generales.  |

De lo anterior se podría concluir que al trasladar Holtermann y Compañía el 100% de sus ingresos y el 100% de sus gastos a las tres compañías importadoras, no debería ser necesario un cuarto estado de resultados.

Sin embargo, esto no es así debido a que existe en el portafolio de marcas de la empresa comercializadora una marca que no es de ninguno de ellos en particular sino de los tres. Esta marca común es el vodka Rostov, y los resultados de esta marca son los que quedan en un cuarto estado de pérdidas y ganancias, como se puede ver a continuación.

**Holtermann y Compañía (comercializadora)  
Estado de resultados**

- |                     |  |
|---------------------|--|
| 7. Ventas/ ingresos | Lo que Holtermann y Compañía vende y recupera de la marca de vodka Rostov. |
| 8. Costo de ventas  | Los costos de esas mercaderías que vende Holtermann y Compañía de Rostov.  |
| 9. Utilidad bruta   | Diferencia entre ingresos y costo de ventas                                |

10.Publicidad y promociones	El 100% de lo que los tres socios decidan asignar para este fin.
11.Gastos generales	Una porción de todos los gastos que genera la estructura de ventas, de mercadeo, administrativa, financiera, operativa, etc. de Holtermann y Compañía S.A. Para esto aplican los mismos criterios que se utilizan para asignar gastos a las compañías importadoras. Es decir, según lo que las ventas netas de Rostov representen del total de venta neta de la empresa en un período de tiempo x.
12.Utilidad operativa	Resultado de restar a la utilidad bruta los gastos de publicidad y promociones y los gastos generales.

El estado de resultados de Holtermann y Compañía no es necesariamente entonces un estado de resultados consolidado de todas las compañías como se podría pensar. Es como se vio más bien el equivalente a un estado de resultados de la marca Rostov únicamente; y se compone de sus ingresos por venta, sus costos y la proporción de gastos del Joint Venture que por participación en las ventas total empresa le corresponde asumir.

Además, es importante aclarar que Rostov es una marca de vodka de precio bajo que participa de un mercado altamente competitivo, por lo cual es administrada bajo una política o filosofía de bajos márgenes brutos, y bajos márgenes netos también porque absorbe una proporción interesante de gastos comunes del Joint Venture, liberando de estos gastos que absorbe a los Estados de Resultados de las tres compañías de los socios. Por lo anterior, para los efectos de este artículo se desechó el cálculo de EVA aplicado a los Estados de resultados de esta compañía.

Finalmente, es importante comentar que en efecto sí se realiza una consolidación de las cuatro empresas del grupo en un solo estado de resultados, pero únicamente con fines de análisis de evolución en el tiempo de algunos indicadores como el total de ventas netas consolidadas, la utilidad bruta consolidada, la utilidad bruta consolidada como porcentaje de las ventas netas, etc.



Para todas las compañías de grupo se producen estados de resultados que cubren como período fiscal; doce meses que van del mes de julio de un año calendario al mes de junio del año calendario siguiente. A estos años fiscales se les denomina internamente simplemente "Fiscales" ó "Efes" y es la nomenclatura que se verá más adelante presentada. Por ejemplo, un Fiscal 08 ó F08 es el año fiscal que cubre de julio 2007 a junio 2009.

#### **4.2. Diageo de Costa Rica S.A.**

Como se comentó anteriormente, Diageo de Costa Rica es la sociedad local propiedad de Diageo a nivel internacional, compañía número uno en su sector. Diageo Nederlands específicamente, es propietaria en un 100% de las acciones de Diageo Costa Rica y por tanto, le corresponden un 100% de las utilidades y dividendos que se registren y decreten en esta sociedad costarricense.

Diageo a nivel internacional es producto de fusiones, compras y alianzas en este sector a través de muchos años. Para llegar a ser Diageo a principios esta década, pasó por llamarse United Distillers, luego United Distillers and Vintners, y Guinness UDV. La última operación de que fue parte fue la compra de Seagram's en conjunto con Pernod Ricard, compañía de origen francés y segunda a nivel mundial.

Diageo CR es a la vez dueño del 38% de las acciones de Holtermann y compañía S.A. Es decir, le corresponden el 38% de los dividendos que se produzcan y decreten en Holtermann y Compañía S.A. como producto de la comercialización de vodka Rostov.

Diageo de Costa Rica importa un portafolio de productos y marcas muy variado propiedad de Diageo a nivel internacional. Dentro de las marcas más importantes de Diageo por categoría están:

##### Whiskies:

Johnnie Walker, Old Parr, Buchanans, J&B, Crown Royal y muchos otros.

##### Vodkas:

Smirnoff, Tanqueray, Ciroc.

##### Cremas/cordiales:

Baileys, Sheridans.

##### Vinos:

Navarro Correas, B&G, otras.

##### Rones:

Cacique, Pampero, Capitan Morgan.

(No se comercializan en Costa Rica como parte de los acuerdos de la alianza estratégica ya que competirían directamente con rones Bacardí).

Cerveza:

Guinness, Red Stripe.

Solo la primera de ellas se comercializa en Costa Rica, por ahora.

#### **4.3. BACASA S.A.**

Bacasa S.A. es la sociedad local propiedad de Bacardí a nivel internacional, compañía número cuatro o cinco en su sector. Bacardí Centroamérica específicamente, es propietaria en un 100% de las acciones de Bacasa S.A. y por tanto, le corresponden un 100% de las utilidades y dividendos que se registren y decreten en esta sociedad costarricense.

Bacardí es también una multinacional dentro de las primeras cinco en el sector de bebidas alcohólicas a nivel mundial, y al día de hoy se mantiene aun como compañía privada y familiar sin llegar a cotizar en bolsa, aunque preparándose para este proceso.

Bacasa S.A. es a la vez dueño del 24% de las acciones de Holtermann y Compañía S.A. Es decir, le corresponde el 24% de los dividendos que se produzcan y decreten en Holtermann y Compañía S.A. como producto de la comercialización de vodka Rostov.

Bacasa importa un portafolio de productos y marcas variado a nivel global y propiedad de Bacardí Internacional. Dentro de las marcas más importantes de Bacardí, están por categoría:

##### Rones:

Bacardí Superior Oro y Blanco, Bacardí Sabores, Bacardí 8 Años, Bacardí Añejo, ron Castillo.

##### Whiskies:

Dewar's

(No se comercializa a través de Holtermann y Compañía sino con otro distribuidor nacional como parte de los acuerdos de la alianza estratégica, ya que competirían directamente con whiskies Diageo).

##### Otros:

Tequila Cazadores, Martini, vodka Grey Goose.

#### **4.4. Holtermann Internacional S.A.**

Esta compañía y sociedad mercantil fue creada por los señores de la familia Holtermann para servir como sombrilla a sus intereses dentro de Holtermann y Compañía S.A.

El dueño del 100% de las acciones de Holtermann Internacional es una compañía llamada Inversiones Bergen, propiedad de la familia Holtermann.

A Inversiones Bergen, por tanto, le corresponden un 100% de las utilidades y dividendos que se registren y decreten en esta sociedad.

Holtermann Internacional es dueño del 38% de las acciones de Holtermann y compañía S.A. Es decir, le corresponden el 38% de los dividendos que se produzcan y decreten en Holtermann y Compañía S.A. como producto de la comercialización de vodka Rostov. Holtermann Internacional importa un surtido de vinos que es el más completo y variado en todo el mercado costarricense, conformado por más de 550 diferentes presentaciones de vinos de, prácticamente, todos los más importantes países y regiones productoras del mundo. A pesar de ser Holtermann Internacional sólo uno de cerca de 40 diferentes importadores y comercializadores de vinos en el país, con su portafolio tan completo y reconocido abarca cerca del 60% de las ventas de esta categoría.

Además de vinos, Holtermann Internacional importa y distribuye agua Perrier, y se encuentra construyendo un portafolio de cervezas Premiun dentro del cual se encuentran ya cervezas alemanas como la marca Paulaner ó de Estados Unidos como la marca North Coast.

Algunas de las marcas de vinos más importantes de Holtermann Internacional son, de acuerdo con su origen:

Chile:

Familia Concha y Toro, Cono Sur, Maipo.

Argentina:

Navarro Correas, Luigi Bosca, Trivento, Zuccardi.

USA:

Beringer, BV, Chateau St. Jean, Chateaus St. Michelle, Corbett Canyon, Stag's Leap.

Europa:

B&G, Marqués de Cáceres, Chivite, Enate, Viña Mayor, René Barbier, Louis Jadot, Blue Nun, Riunite, Veuve Cliquot, Sichel, Piat Dor, Farnese, Planeta, Batasiolo, Massi, Antinori, Cecchi, Freixenet.

Australia, Africa y Nueva Zelanda

Yellow Tail, Rosemount, Wolf Blass, Villa María, Simonsig.

## **5. EVALUACIÓN ACTUAL DE RESULTADOS EN LAS EMPRESAS**

## 5.1. Situación a la fecha

Todas las empresas del grupo de Holtermann y Compañía comparten un año fiscal que abarca del mes julio de cada año calendario al mes de junio del año calendario siguiente.

La administración es responsable de presentar para aprobación de la Junta Directiva en Asamblea General lo siguiente:

Plan operativo para el año fiscal que inicia	Asamblea de Accionistas Mes de junio de cada año. (Antes de que inicie nuevo período).
Resultados para el año fiscal que finaliza	Asamblea de Accionistas Mes de agosto de cada año. (Siguiendo mes después de terminado cada período).

En ambos casos, la administración es responsable de presentar para consideración de los socios en estas asambleas generales, los estados de resultados de las cuatro compañías, tanto cada una de las tres compañías importadoras, una de cada socio, como los de Holtermann y Compañía como empresa comercializadora, donde se comparte la propiedad y los resultados.

Todo el enfoque a nivel de resultados, tanto de la administración como de los tres socios en estas asambleas, lo constituyen las utilidades. Utilidades vistas a tres diferentes niveles: utilidad operativa según se describió en la sección 5.1, así como utilidad antes de impuestos y, para finalizar, utilidad neta después de impuestos.

Para efectos de evaluación del personal de nivel gerencial de la empresa que cubre desde mandos medios con personal a cargo hasta la posición de Gerencia General, siempre se ha hecho tomando como base para su evaluación de desempeño, sobre todo, dos factores: a) El logro de las metas de las compañías a nivel de utilidad operativa con un cierto peso, y b) El logro de metas de volumen en cajas con otro peso.

El establecimiento de objetivos por compañía y consolidado se hace una vez al año, así como la evaluación de resultados y el pago de bonificaciones si es que proceden.

En los últimos dos años se ha establecido un bono por logro de metas para el 100% de personal basado en los mismos indicadores.

## 5.2. Áreas de Oportunidad

Se detectan de acuerdo con lo descrito en la sección anterior las siguientes áreas de oportunidad a evaluar:

a. Evaluación del desempeño basado en utilidades y volumen.

Por un lado, ciertamente el logro de la meta de ventas en cajas para todas las empresas del grupo es importante, ya que es muy probable que el logro de estas metas conlleve el logro también de los objetivos de las ventas en colones que son los ingresos de la compañía. Sin embargo, esto no es necesariamente cierto en todos los casos. Puede darse un logro de metas en cajas y no así de ventas netas en colones, si la mezcla o el "mix" de productos no es el adecuado, o si se dan más descuentos de los previstos en el plan.

Por otro lado, el poder llegar a las ventas netas con el detalle de cajas por marca presupuestado, no se puede dejar de lado ya que es importante cumplir con las expectativas de venta de cada casa proveedora en el extranjero.

En este sentido, la primera recomendación sería en el sentido de establecer como meta una mezcla sana de cajas y ventas netas, que promueva el logro y castigue el no logro de ambos.

Con respecto a las metas de utilidades, sin duda deben ser un parámetro de evaluación, ya que estas reflejan la principal expectativa de los socios. Sin embargo, el enfoque de este artículo científico es precisamente hacer un reto a este tipo de medición si se utiliza de forma aislada, debido a la propuesta de EVA de evaluar o medir el desempeño de las organizaciones, no sólo por las utilidades que se producen sino por la creación o no creación de valor; entendiendo este valor como la diferencia positiva entre las utilidades que se produzcan y el costo del dinero de los socios necesario para producir las mismas. Definitivamente debe ser importante para los socios no sólo saber si su operación es rentable o no, sino además si la rentabilidad que se produce es mayor a la del costo del dinero para producirla. Los socios pueden valorar así si el dinero invertido tiene en una operación como esta, el mejor rendimiento posible, y no solo un rendimiento positivo.

b. Evaluación de ejecutivos

La oportunidad detectada en esta área tiene que ver con el poder alinear a toda la empresa y sus diferentes subcompañías y departamentos, no sólo con la producción de utilidades sino con la producción de un EVA significativamente positivo y creciente a través del tiempo.

- c. Evaluación comparativa de cada una de las tres compañías del grupo. Hoy en día no se realiza ningún análisis comparativo de resultados de las diferentes compañías dentro del grupo. Se considera aquí que es muy importante y es una de las propuestas de este trabajo, que la administración se responsabilice por pasar a este nivel como parte de la implementación de EVA.

Aunque los únicos resultados que son "propiedad" de los tres socios son en realidad los resultados de Holtermann y Compañía (Rostov), se cree que por el bien del Joint Venture o Alianza Estratégica es importante analizar y compartir con los socios los resultados de sus respectivos EVA.

Ciertamente, es importante por la solidez del esquema de Alianza poder lograr que las diferentes compañías caminen por el mismo rumbo de rentabilidad y generación de valor. Si los resultados en alguna o varias de las compañías no son positivos o son positivos, pero muy dispares entre sí, esto le resta sostenibilidad y potencial de éxito a la empresa a mediano y largo plazo, lo cual no es conveniente para ninguno de los socios ni para la administración. Todas las compañías del grupo deben mostrar crecimientos sanos y crecer todas más o menos al mismo ritmo para que no se generen disparidades. Si el Joint Venture crece de forma dispar en sus diferentes compañías, puede llegarse, por ejemplo, a diferentes posiciones de apertura ante nuevas inversiones comunes que sean necesarias de realizar, distintos grados de motivación e involucramiento de socios, etc.

Lo ideal es que estos resultados se puedan compartir, y que la administración con el visto bueno de los socios, se avoque a la identificación de acciones que puedan hacer estos resultados no sólo más positivos, sino más semejantes entre ellos mismos. Esto cumple a cabalidad con las premisas de la alianza de identificación de áreas de oportunidad a nivel de creación de sinergias, así como identificación y e implementación de mejores prácticas.

El objetivo final es que los socios no solo se preocupen de los resultados de su propia empresa, sino que todos crezcan y generen valor en una forma semejante y balanceada que mantenga la solidez de la alianza que los ha unido por más de quince años.

## **6. EVA COMO MACROINDICADOR FINANCIERO**

### **6.1. Orígenes**

Se dice que el término EVA (Economic Added Value) o Valor Económico Agregado es un término desarrollado y registrado como propiedad intelectual de Stern Stewart & Co., una empresa de asesorías que se dedicó a desarrollar e

implementar este tipo de evaluación para grandes empresas que querían evaluar de un modo mejor y diferente su desempeño (Knowledge@SMU, 2008).

Sin embargo, otras referencias halladas como por ejemplo, un estudio de Gustavo Acuña, hablan de que fue Alfred Marshall quien primero propuso y utilizó la noción de EVA, en 1980, en su obra más importante llamada "The Principles of Economics" diciendo que: "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" (Acuña, 2001).

En Latinoamérica de acuerdo a lo investigado se trata de un concepto y herramienta que se conoce y utiliza desde la década de los noventa en el siglo pasado. Ha tenido sus altos y bajos sin embargo se encuentra bastante vigente y siendo utilizado por muchas organizaciones. En alguna medida se puede decir QUE es primo de un indicador financiero bastante conocido que es el ROI o Return on Investment (Retorno sobre la inversión).

Parece ser que en todo caso, sino una herramienta originalmente desarrollada por Stern, sí se debe a ellos el desarrollo de una metodología y un registro que han hecho que la herramienta y la filosofía que la sustenta, tomen auge en los últimos años.

Se trata en todo caso de un macroindicador que reta la forma usual en que las empresas y las corporaciones han medido sus resultados basados en la producción de utilidades únicamente. Esta métrica se basa en un concepto simple y antiguo del costo de oportunidad; para el cálculo extrae información de los estados contables de las empresas con el objeto de mejorar la toma de decisiones y el enfoque de la gerencia y los socios. La idea básica general es que tanto las empresas como sus diferentes divisiones de negocios o departamentos, deben producir una utilidad que sea mayor al costo del capital necesario para producir dicha utilidad, o sea para adquirir los activos que generaron esas utilidades.

## **6.2. Fórmula de cálculo**

A groso modo, el cálculo del EVA implica restar a la totalidad de los ingresos operacionales, la totalidad de los gastos operacionales, el valor de los impuestos y el costo de oportunidad del capital.

Para calcular el EVA de una empresa, división de negocios, etc. es necesario primero calcular otros indicadores financieros. Estos son:

### **NOPAT / UODI**

(Net Operating Profit after tax) o sea utilidad neta después de impuestos.

Este cálculo se debe realizar con los ajustes necesarios de forma que refleje efectivamente una utilidad libre de ingresos o gastos que no generan flujo de efectivo (sacar de los estados de resultados las partidas que no representan movimiento de flujo de efectivo como las depreciaciones en el caso de los gastos).

### **TC/ C**

(Total Capital) ó capital total Invertido en una operación.

Es muy importante que los activos que se consideran para este cálculo sean los que están directamente relacionados con la producción de la utilidad operacional únicamente. Por lo tanto, deben restarse las inversiones en activos no relacionados con tal utilidad como inversiones temporales, inversiones de largo plazo u otras que no tengan relación de causalidad directa con la utilidad operativa del período en análisis.

Se definen activos netos de operación a la suma de las cuentas por cobrar e inventarios, menos cuentas por pagar a proveedores de bienes y servicios, más el valor de mercado de los activos fijos de operación.

### **WACC / CC**

(Weighted Average Cost of Capital) ó costo de capital

Es el costo en que incurre la empresa para adquirir y tener los activos productivos, y se calcula utilizando una tasa ponderada o promedio que se extrae de las diferentes fuentes de financiamiento de largo plazo de la empresa.

En este caso se asume que todos los activos tienen el mismo costo de financiamiento y que todos son adquiridos con la misma mezcla de recursos de patrimonio y deuda o apalancamiento.

No se incluyen para el cálculo pasivos corrientes, y el cálculo debe ser para un costo efectivo después de impuestos.

Una vez que se cuenta con estos datos, la forma de calcular el EVA es entonces seguir la siguiente ecuación o fórmula que dice que:

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - (\text{WACC} * \text{TC}) \quad \text{ó} \quad \text{UODI} - (\text{C} * \text{CC})$$

### **6.3. Ventajas en la aplicación del EVA como indicador de gestión**

Joel M. Stern, socio de Stern Stewart and Co. ha dicho con respecto a qué tan importante y valioso es para una empresa hoy en día la implementación del EVA: "Algunos pueden decir que el EVA fue una moda de los noventas, pero tener ganancias mayores al costo de capital no es una moda. Es lo que todas las compañías deberían hacer todo el tiempo. Que no lo hagan no es de sorprenderse. Toda la plática sobre gobernabilidad corporativa, que tampoco es



una moda, nunca demandó algo tan simple como esto. Mientras las Juntas Directivas lo hagan, el EVA seguirá tan de moda como en los noventas.” (Knowledge@SMU, 2008)

Es muy importante en este sentido recalcar la forma en que el EVA viene a retar la forma tradicional de evaluar el desempeño en las empresas, porque en esta característica radica su principal fortaleza.

La gran mayoría de autores consultados coinciden en opinar que, durante muchos años, los sistemas de evaluación del desempeño en las empresas se enfocaron en monitorear y mantener el control organizacional, para asegurar el logro de objetivos y resultados. Los indicadores de desempeño tradicionales como el ROI (Return on Investment) ó retorno sobre la inversión, RI (Residual Income) ó retorno residual, EPS (Earnings per share) ó utilidades por acción, ciertamente analizan valor y se asocian directamente con lo bien o mal que esta invertido el dinero de los accionistas. Sin embargo, pecan de ser indicadores de muy corto plazo.

Shyamlal R. Sharma, MBA en Marketing de la Sardar Patel University en la India, opina sobre estos indicadores tradicionales para evaluar el desempeño que: “Si bien las métricas financieras tradicionales están basadas en valor, son sin embargo indicadores muy limitados. Ellos ofrecen poca ayuda para evaluar inversiones de largo plazo, donde futuras utilidades y requerimientos de capital son desconocidos tanto como la introducción de un nuevo producto o la penetración de un nuevo mercado. Esto lleva a un proceso de decisión de muy corto plazo basados en los resultados financieros finales” (Sharma, 2006).

Por otro lado, opina este mismo profesional y escritor de manera muy positiva con respecto al EVA: “El EVA es una simple medida basada en valor, que se orienta a evaluar las estrategias de negocio, los proyectos de capital, y maximizar la riqueza de los accionistas en el largo plazo. El valor que ha sido creado o destruido por la empresa durante un período, puede ser calculado comparando las utilidades con el costo de los recursos necesarios para producirlo. Por lo tanto, los administradores pueden decidir eliminar actividades que destruyen valor e invertir en proyectos que son críticos para la riqueza de los accionistas. Esto llevará a incrementar definitivamente el valor del mercado de la compañía. ”

Eso sí, este autor advierte el riesgo de no ver generación de valor y por lo tanto eliminar actividades como las de responsabilidad social, incluyendo el cuidado del medio ambiente, ya que esto puede ser peligroso para la imagen y la reputación de cualquier empresa.

Debería estar muy claro con lo dicho que la implementación del EVA como macroindicador también tiene ventajas importantes para los gerentes a cargo de la administración de las empresas. Durante años ha existido la inquietud de qué tanto, estos comparten los intereses de los accionistas como para llevar a la organización en la dirección correcta. Ciertamente es peligroso pensar en

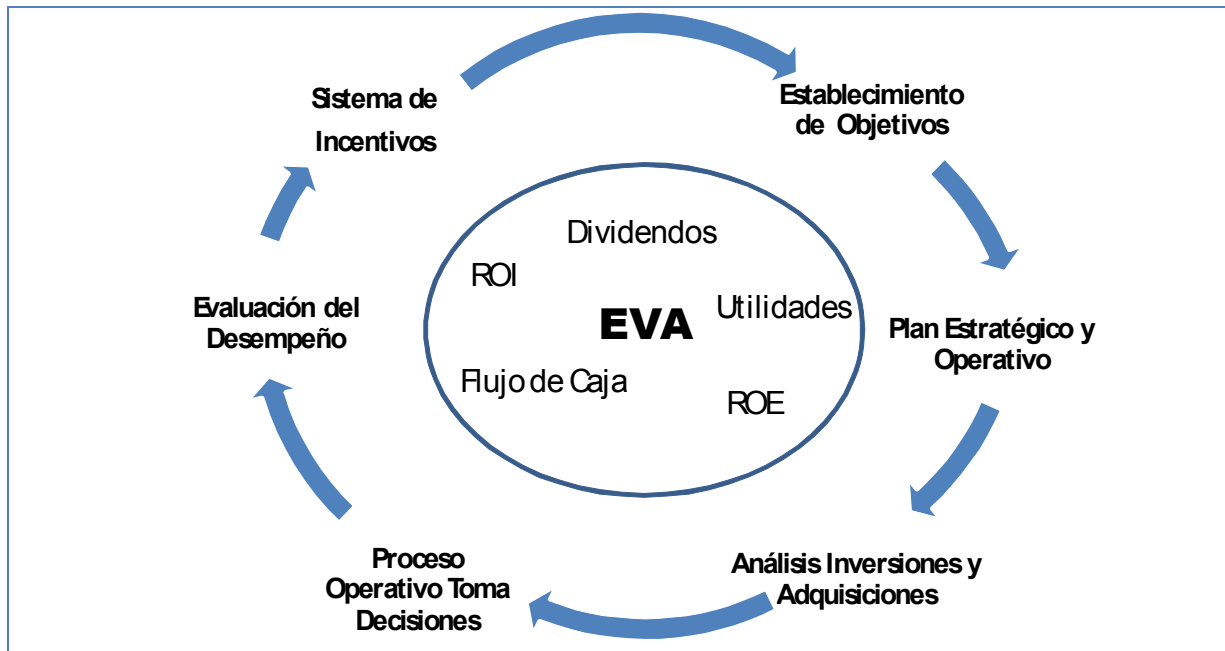
ejecutivos buscando un crecimiento económico de la empresa para proyectarse ellos de una mejor forma, aunque en el fondo exista una destrucción de valor para el accionista.

En este sentido un aspecto que se valora mucho detrás del EVA, es la forma en que se relaciona directamente con un mejor gobierno corporativo ó Corporate Governance. Se entiende como gobierno corporativo al conjunto de normas, reglas, políticas y procedimientos que aseguren que una firma se administre de acuerdo con los intereses de sus propietarios y que los recursos sean destinados de forma tal que se produzca de ellos la mayor productividad y el mayor valor.

Sobre las ventajas del EVA en este sentido apunta una publicación del International Advances in Economic Research de Noviembre del 2005 que: "Examina la habilidad de una entidad para cubrir la totalidad de sus costos, incluido el costo de capital. Hasta no cubrir al menos el costo del capital, la entidad no crea riqueza. Midiendo el valor agregado sobre todos los costos, EVA mide en efecto la productividad de todos los factores de producción. Ciertamente no nos dice por qué una cierta inversión o producto no agrega valor y qué hacer con él o ella. Pero nos muestra que tenemos que encontrar una acción para remediarlo" (Lander, 2005).

También se dice, aun de forma más puntual, en una monografía de varios autores sobre los desafíos del EVA con respecto a la responsabilidad de los administradores que "otra virtud es que el EVA es la esencia de un sistema de incentivos que hace que los directivos se pongan en el lugar de los accionistas, y que sean recompensados por los comportamientos que aumentan la rentabilidad de los accionistas y penalizados por sus fracasos. Es decir que es un plan diseñado para que los ejecutivos corran el mismo riesgo que los accionistas" (Jiménez, 2008).

La profesora Rita Biswass del Programa de MBA de la Universidad Hochschule fur Bankwirtschaft (HfB) en Alemania, presenta el siguiente gráfico que describe muy bien las ventajas de la implementación del EVA en las organizaciones por su enfoque integral de las diferentes partes del sistema de administración financiera clásico (Biswass, 2001):



Como puede verse, la profesora Biswass coloca en el centro del esquema que describe la operación de la empresa, los varios indicadores que deben guiar el desempeño de ella, pero propone además al EVA como el más importante y más grande de esos indicadores.

Además, esto se enmarca en un proceso de planeamiento estratégico que parte de objetivos, cierra con un sistema de incentivos que asegure el logro de esos objetivos y reinicia con objetivos nuevamente cada ciclo.

Este diagrama es muy útil, pues permite:

- a. Entender el EVA no como el sustituto de otros indicadores financieros o de gestión en general, sino como un indicador más, eso sí más completo y más estratégico.
- b. Entender además al EVA no como el sustituto de un proceso de planeamiento estratégico, sino como un gran norte alrededor del cual este proceso de planeamiento estratégico debe girar.

## 6.4. Factores clave para una implementación exitosa el EVA

### 6.4.1. Estrategia

La implementación de EVA por sí sola no asegura la consecución de resultados de una empresa, si esta no cuenta con una estrategia bien pensada y estructurada.

La implementación del EVA debe estar precedida por un debido proceso de planeamiento estratégico a través del cual la empresa defina de forma clara su misión, visión, valores, objetivos estratégicos, etc.

Además, la empresa debe contar también con una estructura organizacional capaz de sobrellevar el peso de la operatividad misma, más el peso de la implementación y gran responsabilidad de un proyecto como este.

#### 6.4.2. Compromiso

Como todo proceso de cambio en las empresas, la implementación del EVA requiere de condiciones y cuidados especiales para ser exitosa. El factor número que se menciona es el factor compromiso. Debe haber un compromiso absoluto de los socios de la empresa y de los directivos de más lato nivel para que un EVA se implemente como debe ser, ya que requerirá sin lugar a dudas de presión y mucho seguimiento. El EVA requiere de un cambio de cultura y en la mayoría de las empresas la gente por lo general se opone al cambio. Por lo tanto EVA debe presentarse al personal de la empresa como una prioridad, y ser sin duda parte de los objetivos y proyectos clave de corto y largo plazo.

También es muy importante el compromiso porque existen requerimientos importantes como el de tipo contable, por ejemplo, de establecer y mantener ciertas prácticas contables estándar que permitan un sistema de medición y de gestión del EVA apropiado.

#### 6.4.3. Talento

Para lograr mejoras significativas en el EVA, una vez que el indicador haya sido implementado, se requiere de un equipo de ejecutivos talentoso que sepa analizar los resultados, identificar las áreas de oportunidad y desarrollar las estrategias de creación de valor donde no lo había o es insuficiente.

#### 6.4.4. Cultura organizacional

Lo mencionado en este artículo con respecto a lo positiva que puede ser la implementación de EVA para el grupo ejecutivo o de directores de la empresa, puede tener su contraparte negativa. Si los ejecutivos a cargo de la implementación no comparten estos beneficios, esta cultura y ambientes errados pueden atentar contra una implementación exitosa.

Es igual de destructivo para efectos de implementación del EVA una competencia desleal. Es decir, que los ejecutivos se preocupen por implementar cambio que aumenten el EVA de sus departamentos o unidades de negocio sin velar primero por los objetivos generales de la empresa. Una de las opiniones de autores encontrada en este sentido destaca: "Por esto es necesario que la estructura de recompensas refuerce el concepto de primacía de los objetivos globales. Algo que puede contribuir con la solución es recompensar a los directores de las unidades con acciones de la empresa, de tal manera que se logre un mayor compromiso con la organización y un marcado interés por alcanzar el éxito de la empresa como un todo" (Jiménez, 2008).

#### 6.4.5. Implementación integral

Para que la implementación del EVA sea realmente exitosa se requiere que se haga con una visión amplia que implique cubrir al menos tres áreas:

- a. Un Sistema estructurado de medición
- b. Un sistema estructurado de gestión
- c. Un sistema estructurado de evaluación de desempeño e incentivos asociados

#### 6.4.6. Capacitación y formación

Debe existir un plan de capacitación y formación en todos los niveles. Todo el personal de la organización en todos los niveles debe tener muy claros los objetivos que persigue EVA, así como la forma en que cada uno contribuye en su respectiva área a la posible creación o destrucción de valor.

### **7. EXPERIENCIAS DE EMPRESAS COSTARRICENSES EN LA IMPLEMENTACION DE EVA.**

La referencia más importante identificada acerca de este tema es un artículo del periodista Rodolfo González en el periódico El Financiero, en el cual se presenta un resumen de opiniones positivas de líderes de empresas nacionales con respecto a la implementación del EVA, y de cómo el adoptar este indicador y toda su filosofía, prepara de una mejor forma a las organizaciones para hacer frente a cualquier época de crisis. Escribe González en su artículo:

“Generar utilidades no basta; hay que crear riqueza. Con base en esta premisa, empresas como Atlas Eléctrica, Purdy Motors, La Nación y Florida Ice & Farm han confiado en la evaluación del Valor Económico Agregado, EVA por sus siglas en inglés, como herramienta para determinar si la utilización de los activos que encomiendan los accionistas a una empresa está de acuerdo con sus expectativas. Las gerencias están utilizando esta información para valorar el desempeño general de la firma, evaluar la eficiencia de sus unidades productivas e iluminar la toma de decisiones gerenciales. Pero aunque su fórmula es sencilla (Utilidad de operación después de impuestos menos el costo del capital invertido en la empresa), la aplicación del concepto implica repensar a fondo el trabajo de la compañía” (González, 2007).

Dentro del texto de este artículo, el presidente de Comercializadora Génesis por ejemplo, apunta con respecto al EVA en tiempos de crisis: “De ninguna manera una crisis económica afectará la implementación del Valor Económico Agregado, toda vez que este indicador esté sentado en pilares de desarrollo organizacional y humano lo suficientemente sanos para que la organización inteligente pueda moverse flexiblemente”.

Comenta este y otros de los gerentes de empresas nacionales consultados, que lo que se destaca del EVA en el sentido de incluso prever la crisis, es su enfoque a evaluar constantemente las inversiones que no generan valor y mover oportunamente los recursos hacia las actividades, proyectos, etc. que sí lo generan. Se trata de un proceso entonces de depuración constante de las actividades y proyectos de empresa, que asegura que la misma esté siempre enfocada en las actividades y proyectos más rentables.

Comenta en este artículo también otro de los gerentes, el señor Jesús Castro Gerente General de Purdy Motors: “Hay que tener claro que para evitar un deterioro más grande en periodos de crisis se debe racionalizar inventarios, deshacerse de activos improductivos, incrementar la velocidad de cobro sobre los pasivos circulantes, renegociar los pasivos y determinar el verdadero impacto de la compra de un activo. Estas medidas se toman sobre las cuentas reflejadas en el Balance de situación, pero sobre las cuentas que impactan el Estado de resultados también se debe racionalizar los costos. Si nuestra preocupación fuera solo las utilidades y no tuviéramos a EVA como medida, prácticamente nos concentraríamos en disminuir gastos, sin darnos cuenta de que inventarios más altos o el deterioro en el cobro tienen un impacto real en el valor de la empresa para sus accionistas”

Otra de las ventajas del EVA que destaca este artículo como parte de la experiencia positiva de las empresas costarricenses mencionadas, es la alta correlación que debe haber entre la implementación EVA y una depuración y alineamiento del sistema de evaluación y compensación de ejecutivos. Al respecto, por ejemplo Javier Ortiz de Comercializadora Génesis apunta que: “Implementar EVA no es sujetar la empresa a un indicador, sino dotar la organización de personal talentoso, de modo que la empresa se convierta en una organización capaz de generar riqueza por la gestión de sus recursos humanos. “Una empresa con problemas de liderazgo o motivación, nunca podrá pensar en generar riqueza. La plataforma básica que inicia la gestión de valor es la plataforma humana”.

## **8. CONOCIMIENTO Y OPINIÓN DE SOCIOS CON RESPECTO A EVA**

### **8.1. Metodología**

Para recabar información acerca de qué tanto los socios de la empresa conocen de la metodología y ventajas o desventajas de EVA como macro-indicador, así como sus opiniones en cuanto al valor que verían en la implementación de este indicador de desempeño, se redactó y envió a los mismos por correo electrónico con una pequeña introducción al tema y cinco preguntas concretas con respecto a su conocimiento de EVA y lo que opinarían con respecto a implementación de esta herramienta como macroindicador de gestión en el empresa.

Las preguntas concretas fueron:

- a. ¿Qué tanto conoce o ha oído hablar de EVA, sus objetivos y su metodología de cálculo?
- b. ¿Qué opinión le merece el indicador y la filosofía detrás del mismo?
- c. ¿Es un indicador que de alguna forma se utiliza en su empresa en su región u otras regiones donde opera la compañía?
- d. ¿A groso modo, qué resultados ha logrado la empresa con la implementación de este macro-indicador de gestión?
- e. ¿Qué opinión le merece la posibilidad de implementar EVA en las diferentes compañías de HA&COM? Posibles ventajas y/o desventajas?

## 8.2. Resultado de las encuestas a socios

Se puede concluir de las respuestas a la encuesta de socios que:

- a. Sí se conoce en términos generales sobre el EVA y su utilidad aunque no se maneje el detalle de su metodología de cálculo.
- b. Sí hay una identificación del EVA con optimizar las inversiones de capital, el recurso de los accionistas, y esto parece en términos generales muy valioso y deseable a los socios.
- c. Aunque con un enfoque más a la evaluación de proyectos que a la evaluación de los resultados anuales de operación, por lo menos en Diageo sí parece utilizarse bastante el EVA y ven con muy buenos ojos los resultados que se han obtenido.
- d. Aunque con dudas o inquietudes razonables que se tendrán que evacuar en su debido momento, todos los socios ven con buenos ojos la implementación del EVA si ayuda maximizar resultados y se hace en complemento con otros instrumentos o técnicas de manera que no sea algo absoluto.

## 9. CÁLCULO Y ANÁLISIS DE EVA PARA EMPRESAS HOLTERMANN

### 9.1. Cálculos y Resultados Diageo CR.

<b>Diageo de Costa Rica</b> (Miles de colones)	<b>F06</b>	<b>F07</b>	<b>F08</b>
<b>1. Utilidad Neta después de impuestos</b>	□558.539,1	□695.620,1	□1.082.263,0
Ajustes:			
-Ingresos no operativos	□431.334,4	□535.188,5	□635.452,3
+Gastos no operativos	□0,0	□0,0	□0,0
+Gastos no representan flujo efectivo	□6.229,2	□15.776,2	□16.743,1
<b>Utilidad Neta después de impuestos ajustada</b>	<b>□133.433,9</b>	<b>□176.207,8</b>	<b>□463.553,8</b>
<b>2. Capital total invertido</b>			
Cuentas por cobrar	-□63.878,5	□107.072,7	□629.300,0
Cuentas por cobrar intercompanies	□50.933,4	-□47.387,9	-□55.058,5
Otras cuentas por cobrar	□57.355,2	□15.625,4	-□22.275,4
Inventarios	-□19.280,8	□634.258,8	-□532.000,0
- Cuentas por pagar locales	□189.385,7	□499.704,1	□11.182,5
- Cuentas por pagar comerciales	-□191.690,8	□282.330,3	-□544.814,2
- Cuentas por pagar intercompanies	□0,0	□0,0	-□4.706,1
- Gastos por pagar	-□2.972,2	-□11.790,8	□4.333,0
- Impuesto renta por pagar	□31.360,0	□99.806,0	□145.329,8
- Otras cuentas por pagar	-□46.655,7	□0,0	□0,0
Porción de aumento en Activos	□4.186,4	□13.259,0	□19.474,5
<b>Total Capital invertido</b>	<b>□8.742,7</b>	<b>□1.592.877,6</b>	<b>-□349.234,4</b>
<b>3. Costo del Capital</b>			
Tasa costo de capital dólares	10,50%	8,25%	8,25%
Tasa costo de capital equivalente en colones	20,50%	18,25%	22,25%
<b>4. EVA = 1- (2*3)</b>	<b>□131.641,6</b>	<b>-□114.492,3</b>	<b>□541.258,5</b>

### Análisis y comentarios

El período fiscal 06 muestra un muy buen nivel de EVA, pues la utilidad operativa ajustada se mantiene prácticamente como EVA dado que hubo un manejo muy eficiente del capital invertido, sobre todo con una disminución de inventarios que no afectó negativamente resultados. Además se evidencia una muy buena recuperación que incide en disminución de cuentas por cobrar y una disminución importante también de cuentas por pagar comerciales.



El período fiscal 07 es bastante atípico, ya que en este año se dio una negociación con otra empresa nacional Distribuidora Yamuni, para el traslado a Holtermann de varias marcas de Diageo que ellos distribuían. Como resultado de esta negociación, se hizo un traslado fuerte de inventarios a Diageo Costa Rica que incide directamente en el aumento tan alto de inventarios y de cuentas por pagar en el año. De hecho, en la práctica algunos de los inventarios absorbidos sirvieron para abastecer las ventas de algunas de las marcas en los dos años fiscales, F07 y F08. Es por esto que aunque la utilidad ajustada de F07 es incluso mayor que la de F06, el resultado final de EVA en este año 07 es negativa.

Ahora bien, el efecto opuesto se ve precisamente en F08, año en el cual hay una disminución importante de inventarios por ser estos registrados precisamente desde el año anterior. Además, puede observarse que la utilidad ajustada de F08 fue significativamente mayor, esto porque con la ayuda de las nuevas marcas, hubo una venta en este fiscal más de 20% mayor en cajas y un crecimiento e las utilidades brutas de más del 40%.

Lo más importante a destacar finalmente además de los EVA positivos con excepción por lo comentado del F07, es el crecimiento del EVA en 3 años. El EVA de F08 es más de cuatro veces el EVA de origen en F06 y cerca del 50% de la Utilidad, lo cual es bastante positivo para la compañía.

Queda como principal aprendizaje de la revisión de los datos de Diageo, el impacto negativo que puede causar en EVA un mal manejo de inventarios. En este caso, pudo haberse negociado con el anterior distribuidor para realizar un traslado y pago paulatino de inventarios, y no el traslado y pago casi inmediato que se dio.

## 9.2. Cálculos y resultados Holtermann Internacional

<b>Holtermann Internacional</b> (Miles de colones)	<b>F06</b>	<b>F07</b>	<b>F08</b>
<b>1. Utilidad Neta después de impuestos</b>	□212.290,4	□278.898,2	□596.024,8
Ajustes:			
-Ingresos no operativos	□0,0	□0,0	□125.424,6
+Gastos no operativos	□123.988,2	□150.825,5	□166.172,3
+Gastos no representan flujo efectivo	□7.179,1	□17.957,6	□15.015,9
<b>Utilidad Neta después de impuestos ajustada</b>	<b>□343.457,7</b>	<b>□447.681,3</b>	<b>□651.788,4</b>
<b>2. Capital total invertido</b>			
Cuentas por cobrar	□92.400,0	□47.040,0	□557.200,0
Cuentas por cobrar intercompanies	□770,0	□32.270,0	□5.600,0
Otras cuentas por cobrar	-□7.000,0	-□70.910,0	□87.710,0
Inventarios	□32.900,0	□311.500,0	-□85.400,0
- Cuentas por pagar locales	□33.600,0	□44.660,0	□533.540,0
- Cuentas por pagar comerciales	□36.400,0	□182.700,0	-□9.450,0
- Cuentas por pagar intercompanies	□0,0	□0,0	□0,0
- Gastos por pagar	□0,0	□0,0	□0,0
- Impuesto renta por pagar	□54.950,0	□51,8	□95,9
- Otras cuentas por pagar	□40.250,0	□13.300,0	-□17.500,0
Porción de aumento en Activos	□4.186,4	□13.259,0	□19.474,5
<b>Total Capital invertido</b>	<b>□288.456,4</b>	<b>□573.870,8</b>	<b>□1.091.270,4</b>
<b>3. Costo del Capital</b>			
Tasa costo de capital dólares	10,50%	8,25%	8,25%
Tasa costo de capital equivalente en colones	20,50%	18,25%	22,25%
<b>4. EVA = 1- (2*3)</b>	<b>□284.324,1</b>	<b>□342.949,9</b>	<b>□408.980,8</b>

### Análisis y comentarios

En el caso de Holtermann Internacional, se considera importante empezar destacando el hecho de que los EVA no sólo son positivos en los tres períodos analizados, sino que además con un comportamiento creciente sin mayor distorsión. Además, el crecimiento porcentual del EVA año con año es más o menos coincidente con el crecimiento año con año de la Utilidad ajustada.

Lo único que posiblemente podría requerir más análisis es el hecho de que si bien las utilidades crecieron cerca de un 45% en F08 con respecto a F07, el EVA lo hace solamente el 20% y es evidentemente porque por alguna razón hubo un incremento desmedido en los saldos de las cuentas por cobrar en F08 de más de 550 millones. Ahora bien, la variación tan baja en cuentas por cobrar de F07 sugiere que posiblemente se debe a un tema de saldos en el momento en que se cerró el año fiscal para efectos del Balance, saldo que pudieron cambiar poco después.

Además se hace evidente en la variación de los saldos de las cuentas por pagar en F08, que la compañía ese año arrancó como de hecho sucedió un proceso de mayor apalancamiento.

### 9.3. Cálculos y resultados Bacasa S.A.

<b>Bacasa</b> (Miles de colones)	<b>F06</b>	<b>F07</b>	<b>F08</b>
<b>1. Utilidad Neta después de impuestos</b>	□37.271,5	□47.229,0	□112.374,5
Ajustes:			
-Ingresos no operativos	□0,0	□0,0	□0,0
+Gastos no operativos	□0,0	□0,0	□0,0
+Gastos no representan flujo efectivo	□1.479,4	□3.700,6	□2.432,2
<b>Utilidad Neta después de impuestos ajustada</b>	<b>□38.750,9</b>	<b>□50.929,6</b>	<b>□114.806,7</b>
<b>2. Capital total invertido</b>			
Cuentas por cobrar	□139.300,0	-□71.960,0	□8.890,0
Cuentas por cobrar intercompanies	□36.400,0	□7.560,0	□0,0
Otras cuentas por cobrar	-□6.300,0	-□4.900,0	□6.160,0
Inventarios	□79.240,0	□16.940,0	□7.700,0
- Cuentas por pagar locales	□9.800,0	□102.340,0	-□44.590,0
- Cuentas por pagar comerciales	□70.000,0	□5.180,0	□42.000,0
- Cuentas por pagar intercompanies	□139.160,0	-□139.160,0	□0,0
- Gastos por pagar	□19.250,0	-□13.160,0	□0,0
- Impuesto renta por pagar	□17.080,0	□0,0	□41.440,0
- Otras cuentas por pagar	□0,0	□0,0	□3.430,0
Porción de aumento en Activos	□2.506,6	□7.938,8	□11.660,4
<b>Total Capital invertido</b>	<b>□506.436,6</b>	<b>-□89.221,2</b>	<b>□76.690,4</b>
<b>3. Costo del Capital</b>			
Tasa costo de capital dólares	N.A.	N.A.	N.A.
Tasa costo de capital colones	14%	11%	10%
<b>4. EVA = 1- (2*3)</b>	<b>-□32.150,2</b>	<b>□60.743,9</b>	<b>□107.137,6</b>

### Análisis y Comentarios

En el caso de Bacasa, es importante que el análisis de EVA valida lo que se ha venido trabajando en los últimos 3 años con respecto a rentabilizar la compañía. En este sentido, ha habido un esfuerzo grande en pos de simplificar el portafolio de productos y enfocarlos en productos de alto margen o productos premium. En el cuadro anterior, tanto los números de Utilidad ajustada crecientes de los tres períodos como la reducción año con año del capital invertido sobre todo a nivel de inventarios, validan los resultados acorde a este nuevo enfoque.

El período fiscal F06 fue todavía un año en que se estaban sacando del mercado productos como Bacardí Cuba Libre y Bacardí Breezers que requerían de altos inventarios y eran pocos rentables.

Con la eliminación de estos productos en F07 y F08 y la sustitución de sus ventas con ventas de productos de mayor margen, es notorio el efecto positivo en utilidades que crecen 30% en F07 y más que se duplican en F08. Ahora bien, solo aclarar que F08 fue un año extraordinario para las tres compañías ya que los resultados fueron bastante mejorados por la situación cambiaria, que con un colón apreciándose con respecto al dólar causó costos de mercadería importada en colones bastante menores a los presupuestados e inclusive a los de años anteriores.

Además, para F08 se tenía el objetivo en esta compañía en particular el objetivo de eliminar el apalancamiento bancario y se logró. Es por esto que hay una reducción tan importante en las cuentas por pagar locales, y que la tasa de costo de capital es de sólo un 10%, ya que es como máximo más bien la mayor rentabilidad que obtendría la empresa si coloca sus recursos en un depósito bancario a plazo por ejemplo.

El último factor que cabe destacar termina de ayudar a los resultados de EVA año con año, es el hecho de que para el F08 Bacasa incluso logró terminar de pagar dineros que le debía a Bacardí en Panamá por casi 140 millones de colones, lo cual se aprecia en números en la línea de cuentas por pagar inter-companies.

En resumen, en esta empresa se nota posiblemente el mejor manejo de valor de las tres empresas, logrando pasar en tres años de un EVA negativo de más de 32 millones a un EVA positivo de más de 107 millones.

## 10. ANÁLISIS COMPARATIVO DE RESULTADOS ENTRE COMPAÑÍAS

Analisis comparativo compañías	F06	%	F07	%	F08	%
<b>1. Utilidad Neta después de impuestos</b>						
Diageo de Costa Rica S.A.	□558.539,1	69,1%	□695.620,1	68,1%	□1.082.263,0	60,4%
Holtermann Internacional	□212.290,4	26,3%	□278.898,2	27,3%	□596.024,8	33,3%
Bacasa S.A.	□37.271,5	4,6%	□47.229,0	4,6%	□112.374,5	6,3%
<b>Total</b>	<b>□808.101,0</b>	<b>100,0%</b>	<b>□1.021.747,3</b>	<b>100,0%</b>	<b>□1.790.662,3</b>	<b>100,0%</b>
<b>2. Utilidad Neta después de impuestos ajustada</b>						
Diageo de Costa Rica S.A.	□133.433,9	25,9%	□176.207,8	26,1%	□463.553,8	37,7%
Holtermann Internacional	□343.457,7	66,6%	□447.681,3	66,3%	□651.788,4	53,0%
Bacasa S.A.	□38.750,9	7,5%	□50.929,6	7,5%	□114.806,7	9,3%
<b>Total</b>	<b>□515.642,5</b>	<b>100,0%</b>	<b>□674.818,7</b>	<b>100,0%</b>	<b>□1.230.148,9</b>	<b>100,0%</b>
<b>3. Capital invertido</b>						
Diageo de Costa Rica S.A.	□8.742,7	1,1%	□1.592.877,6	76,7%	-□349.234,4	-42,7%
Holtermann Internacional	□288.456,4	35,9%	□573.870,8	27,6%	□1.091.270,4	133,3%
Bacasa S.A.	□506.436,6	63,0%	-□89.221,2	-4,3%	□76.690,4	9,4%
<b>Total</b>	<b>□803.635,7</b>	<b>100,0%</b>	<b>□2.077.527,2</b>	<b>100,0%</b>	<b>□818.726,3</b>	<b>100,0%</b>
<b>4. EVA</b>						
Diageo de Costa Rica S.A.	□131.641,6	34,3%	-□114.492,3	-39,6%	□541.258,5	51,2%
Holtermann Internacional	□284.324,1	74,1%	□342.949,9	118,6%	□408.980,8	38,7%
Bacasa S.A.	-□32.150,2	-8,4%	□60.743,9	21,0%	□107.137,6	10,1%
<b>Total</b>	<b>□383.815,6</b>	<b>100,0%</b>	<b>□289.201,5</b>	<b>100,0%</b>	<b>□1.057.376,9</b>	<b>100,0%</b>

### Análisis y comentarios

A nivel de utilidad neta después de impuestos, no se muestra mayor variación en la composición de la misma entre compañías a través de los tres períodos. Más bien, se puede ver como Diageo representa en los 3 períodos entre el 60% y 70% de la misma, Holtermann Internacional cerca del 25% a 30%, y Bacasa cerca del 5%. Esta participación es un tanto deferente a la participación en ventas brutas o netas dentro de la empresa, que usualmente ha sido más Diageo 48%, Holtermann 42%, y Bacasa 10%.

Sin embargo, la participación mayor de Diageo depende mucho del hecho de que esta utilidad está ayudada por los ingresos no operativos que la compañía tiene, y que se relacionan con recibo de pago de Royalties. Además, en el caso de Holtermann Internacional más bien está castigada por una carga de gastos no operativos relacionados con el desarrollo del negocio.

Si como se ve la participación en la utilidad ya ajustada, y sobre todo en F08 que se diría es ya el año limpio de las distorsiones mencionadas con respecto a la absorción de nuevas marcas en Diageo, es notorio que esta se alinea mucho más a la participación en ventas, quedando finalmente cerca de las cifras de participación que esperaríamos de: Diageo 40%, H.I. 50%, y Bacasa 10%.

Finalmente, a nivel de EVA es sobre todo importante concentrarse en F08 de nuevo por la eliminación de distorsiones en F06 y F07, así como porque en este año se cumple ya la estrategia de rentabilización de Bacasa. Es muy importante y desde todo punto de vista positivo, el ver que en F08, el EVA de cada empresa no solo es positivo sino que casi totalmente alineado con la participación de ventas llegando a Diageo 50%, HI 40% y Bacasa 10%.

Esto lo que hace concluir es que a pesar de las diferencias en años anteriores, efectivamente en F08 ya las 3 empresas logran producir no sólo un EVA muy positivo sino en proporción a su tamaño en el grupo. Esto es mucho más importante que ver la diferencia nominal de los EVA de cada empresa, ya que nominalmente no son comparables.

Lo más importante entonces es el tomar las medidas del caso ya entendidos los factores de creación o destrucción de EVA, para que a futuro las tres empresas sigan no sólo construyendo valor, sino un valor como proporción del total que esté alineado con su tamaño relativo dentro del grupo.

## **11. PROPUESTAS PARA MEJORA DE EVA**

Para mantener indicadores de EVA positivos en las compañías y de ser posible mejorarlos aún más, es importante extraer de los datos y análisis anteriores los siguientes aspectos a cuidar:

### **a. Utilidades**

En términos generales se trata de mantener una consciencia clara de la importancia de las utilidades como meta, pero ahora ya no porque las utilidades sean la meta final, sino porque son el primer y posiblemente más importante ingrediente de EVA. Para el logro de las utilidades meta es importante cuidar los aspectos de volumen, precios de ventas, controlar muy bien los descuentos que nos llevan de venta bruta a venta neta, controlar los costos de venta, los gastos de publicidad y los gastos generales. Para mejorar las utilidades es importante destacar los aprendizajes en las tres compañías donde a través de los últimos

tres años se han logrado mejorar las utilidades con un mejor manejo del portafolio de producto enfocado hacia la venta de productos con mejor margen.

#### b. Capital Invertido

Con respecto a los múltiples factores que afectan de forma positiva a negativa el cálculo del costo del capital invertido, se sugiere para mejoras en el EVA:

- Hacer un esfuerzo muy fuerte de recuperación de cuentas por cobrar todo el año pero en especial durante el último trimestre y mes de año fiscal. Entre más bajos sean los saldos de las cuentas por cobrar más se favorecerá el cálculo de EVA. Es importante cerrar el año con muy buenas ventas, pero si un exceso en desvelo por las ventas llega a dar problemas de recuperación porque los clientes no han rotado las mercaderías como para pagar sus cuentas, los saldos altos en cuentas por cobrar definitivamente no ayudarán a un EVA positivo.
- Mantener inventarios razonables todo el año pero en especial para la época de cierre de cada año fiscal. La política de inventarios de Holtermann basada en la cobertura de ventas proyectada a futuro es muy sana. Sin embargo, es importante entender que es necesario un esfuerzo extra a fin de período para que los inventarios estén ajustado al verdadero mínimo que no nos cause riesgo de pérdida de ventas. De más está decir que debe evitarse cualquier traslado de inventarios cuantioso como el que se mencionó se dio con la transición de marcas de Yamuni a Holtermann. En todo caso, sí es indispensable un traslado de inventarios como este, debe administrarse para que su efecto se diluya en el tiempo, no sólo por su efecto en inventarios como se destaca acá, sino por su efecto doble a nivel de cuentas por pagar.
- Mantener para cierre de año fiscal los saldos de las cuentas por pagar al mínimo.
- Analizar muy bien la verdadera necesidad y retorno de cada nuevo activo.

## **12. SISTEMA DE INCENTIVOS BASADO EN EVA**

Según un documento de Luis Bustamante titulado Cómo Evaluar a los Ejecutivos: “El EVA permite relacionar los resultados de la gestión de los directivos con el valor que le ha generado al Accionista. Desde este punto de vista, permite fijar incentivos coherentes con los del accionista y es posible aplicarlo a la empresa, como a la unidad de negocio en particular”(Bustamante, 2004).

En secciones anteriores se ha adelantado algún criterio sobre lo positivo que puede ser la implementación no sólo de EVA en la empresa, sino complementado con un sistema de establecimiento de objetivos y evaluación de resultados y del

desempeño que promueva realmente y a todo nivel la consecución de resultados previamente establecidos.

Más bien, en la sección cinco se estableció como uno de los tres ingredientes para implementar un verdadero proyecto de EVA integral. Como se dijo en forma textual, un sistema estructurado de evaluación de desempeño e incentivos asociados.

La implementación de un sistema de evaluación y compensación basado en EVA no debería ser muy complicado ya que según el mismo autor Luis Bustamante establece en su estudio:

- a. Es fácil de entender por parte de cualquier ejecutivo independientemente de su formación.
- b. Cualquier empresa puede aplicarlo esté o no cotizando en la Bolsa.
- c. Facilita la calificación de una determinada unidad de negocio o filial o cualquier forma en que esté dividida la empresa.
- d. Ayuda a descentralizar la organización y permite a los ejecutivos evaluar y ver los efectos que tienen sus decisiones sobre el EVA.
- e. Permite que los directivos actúen como accionistas, con lo que se contribuye a mejorar el problema de la diferencia de objetivos entre unos y otros.
- f. Se puede aplicar el EVA en cualquier tipo de empresa independientemente del tamaño.

En el caso particular de Holtermann y Compañía, como se aclaró con anterioridad ya existe un sistema de evaluación y compensación bastante completo en la empresa, sólo que no orientado a EVA. Hoy en día este sistema de incentivos se enfoca en metas de volumen y utilidades como ha visto a lo largo del documento ha sido una especie de tradición en las empresas en todo el mundo.

Una vez calculados, como se hizo, los EVA para los períodos fiscales F06, F07 y F08, así como las posibles metas para los fiscales a futuro, lo que queda pendiente es convertir estas metas de EVA en la base de evaluación y pago de incentivos a todo nivel dentro de la empresa. Algo muy recomendable sería que cada ejecutivo y colaborador de la empresa en general, tenga una evaluación y pago de incentivo donde una porción se destine al pago por logro del objetivo de EVA global, y otra al logro del EVA en su área o departamento.

La bibliografía consultada establece al menos cuatro grandes áreas en las que, de hecho, los directivos y muchos de los colaboradores de la empresa tienen capacidad de influir para maximizar los resultados de EVA. Arturo García Alonso en su artículo **Qué es y cómo se utiliza el EVA** llama a estos los “drivers” de valor, y son (García, 1998):

- El NOPAT o Net Operating Profit After Tax (Utilidad Operativa después de impuestos) que hay que buscar maximizar a través de mayores ventas, mayores márgenes, menores costos y gastos etc.



- El uso de la deuda o apalancamiento, ya que en buena teoría incrementar el uso de la deuda debe poder tener un costo menor que el costo del capital, y todavía menor teniendo en cuenta los ahorros de impuestos si se reflejan los gastos financieros como gastos deducibles.
- Dirigir capital hacia áreas determinadas en las cuales se identifiquen potenciales de rentabilidad más atractivas. Rentabilidades más altas a lo que serían los correspondientes costos de capital. Así como el complemento de lo anterior que sería el retirar capital de áreas determinadas.

Igualmente se establecen otras dos áreas sobre todo que afectan los resultados de EVA y que son áreas donde puede haber una mucha menor injerencia por parte de los directivos de la empresa y son:

- El costo de capital para la empresa, aunque esto no quita que si se trata de apalancamiento bancario deban buscarse y negociarse las mejores tasas del mercado disponibles.
- El nivel o cantidad de proyectos o alternativas de nuevas inversiones que los socios de la empresa vena adecuados o no de acuerdo a su estilo de negocios.

Ciertamente la base del sistema actual basado en ventas y en utilidades es importante, pero hay que ver las ventas y las utilidades como parte de un objetivo final y no el objetivo final en sí mismo. El objetivo final sobre el que el personal de Holtermann debe ser evaluado se propone sea EVA, con un peso distribuido a sus dos elementos principales y los cuales como se vio son totalmente influenciados por la administración:

- Logro de utilidades meta                      60% a 70% del peso
- Costo de capital                                30% a 40% del peso

Además, que en la evaluación de los ejecutivos se maneje:

- Logro del EVA total compañía            70% a 80% del peso
- Logro del EVA departamento            20% a 30% máximo del peso

### **13. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES**

- Se encontraron muchísimas referencias positivas de EVA y su aplicación a lo largo de la investigación que dio pie a este artículo. La mayoría de autores coinciden en que es un indicador muy valioso, que supera por mucho otros indicadores bastante más financieros, bastante más de corto plazo, en general no tan completos como el EVA ni tan enfocados en lo que realmente debería ser el interés de los socios de una empresa y de la administración encargada de velar por los intereses de estos.

A las opiniones favorables de estos teóricos se suman los hallazgos respecto a las experiencias muy positivas que han tenido en su adopción e implementación empresas nacionales como Purdy Motor, La Nación, Atlas, Cervecería Costa Rica, CEFA y otras. Todas son empresas líderes, muchas de ellas de origen familiar pero que han emigrado ya a administraciones lideradas por profesionales no relacionados directamente por la familia, y es importante ver cómo el factor común en ellas es el confiar fuertemente en EVA y su implementación como un factor de diferenciación positivo. Además, es importante destacar que todas ellas han podido implementar EVA en toda su extensión sin ningún problema de tipo logístico ligado a la información financiera y contable indispensable para poner el EVA a caminar.

- La gran diferencia que establece EVA con respecto a otras formas tradicionales de evaluar el desempeño de una empresa es su filosofía de largo plazo y de foco en creación de valor, entendido esto como el garantizar que la empresa produzca de forma continua utilidades mayores a lo que cuesta el capital de operación necesario para producir las mismas.
- EVA no tiene por qué desplazar la utilización de otros indicadores financieros, ni mucho menos el debido planeamiento estratégico en una organización. Más bien se convierte como vimos en la sección 8.3 en un indicador que es complemento muy valioso de los ya existentes, y en el gran norte que es necesario para orientar mejor todo proceso de planeamiento estratégico y su ejecución.
- No se encontraron opiniones negativas con respecto al uso de EVA. Lo más que se llegó a encontrar son algunas opiniones de autores que lo que recomiendan es no utilizarlo como único indicador, además de muchos otros que lo que hacen es con toda razón apuntar los cuidados que hay que tener en su implementación que son todos aquellos explicados en detalle en la sección 8.4
- Una exitosa implementación de EVA va mucho más allá de la simple extracción de la información de los estados de resultados para poder hacer su cálculo. Tanto los diferentes autores consultados como las opiniones de empresarios que han implementado este macroindicador con resultados positivos, apuntan a que debe constituirse en toda una filosofía de trabajo y debe implementarse de una forma integral. Además, se apuesta mucho a lo que es un sistema de evaluación e incentivos que tome EVA como su eje principal como se explicó en también con anterioridad.

- A pesar de que la encuesta realizada a socios demostró algún nivel de desconocimiento importante con respecto a EVA y su metodología específica de cálculo sobre todo, sí se puede concluir que todos los socios ven grandes beneficios en la potencial implementación de EVA porque creen en el concepto de creación de valor que este trae consigo.

Lo que en general parece solicitarse eso sí a la administración es no abandonar los métodos tradicionales de evaluación basados en ventas y utilidades, lo cual de todas formas no sería necesario ni es el enfoque de este artículo y sus conclusiones y recomendaciones.

- La aplicación del método EVA a los resultados de las tres compañías del grupo mostró resultados esperados y otros no tanto. Fue bastante positivo poder ver por ejemplo como en el caso de Holtermann Internacional se perfiló en el período de tres años estudiado como la empresa con EVA positivos en todos los años y crecientes. También fue muy positivo ver cómo los esfuerzos de sanear las finanzas de Bacasa en los últimos años se traducen en un paso de EVA negativo a EVA positivos y crecientes también. En el caso puntual de Diageo, no esperaba ver un EVA positivo pero quedó muy claro de que el año que lo produce es un año atípico, en el cual una decisión de inversión afecta de forma negativa el indicador pero para construir mejores resultados en los siguientes períodos.
- Definitivamente el cálculo del EVA para las compañías en estos períodos permitió aprendizajes importantes que deben ser considerados para mejorar los resultados de EVA futuros, todo lo cual se resume en la sección 13. Se hace bastante evidente que de haber habido un EVA implementado en los períodos analizados, se hubieran tomado algunas decisiones diferentes por ejemplo con respecto a manejo de inventarios, que sin afectar negativamente la operación sí hubieran implicado menor destrucción de valor.

Es muy importante entender que la implementación de EVA en este sentido no vendrá a competir con el objetivo de generación de utilidades. El objetivo central macro seguirá siendo la generación de utilidades crecientes en el tiempo, sólo que a esto se sumarán reglas del juego que indican lo que se puede o no hacer para generar esas utilidades, de forma tal que se pueda optimizar el uso de los recursos que aportan los socios.

- Si bien es cierto no se encontró alusiones directas a la implementación de EVA en compañías que forman parte de una alianza estratégica como es el caso de Holtermann y Compañía, sí se encontraron muchas menciones sobre

las ventajas de implementar EVA a nivel de unidades estratégicas de negocios en empresas estructurada de esta forma. Quien escribe opina que no existe gran diferencia conceptual entre ambas situaciones. Así como se establecen grandes beneficios detrás de un EVA implementado en unidades de negocio que compitan sanamente entre ellas por el recurso sabiendo que la clave es generar el mayor valor posible, se ven en Holtermann y Compañía las ventajas de forma muy similar.

Si bien es cierto que en el caso de Holtermann y Compañía las empresas no compiten unas por el recurso de las otras, sí parece vital para socios y para la administración poder comparar EVA entre compañías de forma que se promueva la excelencia y se promueva también que las tres compañías marchen unidas por el mismo rumbo y al mismo ritmo.

- Holtermann y Compañía está como empresa bastante adelantada en temas de sistemas de evaluación del desempeño ya que cuenta con esquemas de objetivos y bonificación por resultados para todo el personal. Con esta base establecida, no tiene por qué ser complicado el implementar un esquema integral de EVA que permita a todo el personal en sus diferentes áreas y departamentos poder ser evaluados por los logros de creación de valor generales y particulares.
- Por todo lo anterior, se recomienda sin ninguna duda a los socios de Holtermann y Compañía la implementación de EVA a partir del fiscal F10.

Es claro para este autor después de haber realizado la investigación que da sustento a este artículo, que hay muchas ventajas en ello y que la contabilidad y estados de resultados de la empresa facilitan toda la información necesaria para lograrlo. Lo más delicado en que habría que trabajar es en la información contable por áreas y departamentos si es que se quiere calcular el EVA de esta forma y no sólo el EVA global. En este sentido, es fácil asignar a cada área o departamento costos de recurso, no así utilidades producidas ya que no toda las áreas están directamente ligadas con la producción de un ingreso o utilidad. Se trata en todo caso de sistemas de control y registro que deben ser posibles de crear y establecer con tal de aprovechar los enormes beneficios de la herramienta.

## **14. BIBLIOGRAFIA**

### **14.1. Libros consultados**

- Amat, Oriol. EVA Valor Económico Agregado. Un nuevo enfoque para optimizar a gestión empresarial, motivar a los empleados y crear valor. Editorial Norma.

### **14.2. Informes y documentos técnicos**

- Acuña, Gustavo. (2001). EVA Valor Económico Agregado. Página 16.  
Recuperado de:  
<http://www.gestiopolis.com/canales/financiera/articulos/no%208/Eva1.htm>
- Biswass, Rita. (2001). Economic Value Added EVA. A comprehensive Financial Management System. Página 21.  
Recuperado de:  
<http://www.benwahler.net/Wahler%20-%20EconomicValueAdded-Presentation-May2001.pdf>
- Bustamante Raggio, Luis. ¿Cómo evaluar a sus ejecutivos? Valor Económico Agregado (EVA) .Mida resultados. Página 36.  
Recuperado de <http://www.vpcon.com/articulos/eva.pdf>

- García Alonso, Arturo. (1998). Qué es y cómo se utiliza el EVA. Métodos para estimar cómo una compañía crea o destruye valor. Página 37  
Recuperado de:  
[http://sabanet.unisabana.edu.co/postgrados/finanzas\\_negocios/Ciclo\\_III/estrategia/10%20Que%20es%20y%20como%20se%20utiliza%20el%20EVA.pdf](http://sabanet.unisabana.edu.co/postgrados/finanzas_negocios/Ciclo_III/estrategia/10%20Que%20es%20y%20como%20se%20utiliza%20el%20EVA.pdf)
- Lander, Gerald H. (2005). Corporate Governance and Economic Value Alignment. Página 19.  
Recuperado de:  
[http://findarticles.com/p/articles/mi\\_hb3090/is\\_1/ai\\_n29235899](http://findarticles.com/p/articles/mi_hb3090/is_1/ai_n29235899)
- Sharma, Shyam Lal R. (2006). Economic Value Added EVA. Página 18.  
Recuperado de:  
[http://www.indianmba.com/Occasional\\_Papers/OP94/op94.html](http://www.indianmba.com/Occasional_Papers/OP94/op94.html)

### 14.3. Artículos, revistas y notas de prensa

- Bedoya, Jaime Humberto. 10 conceptos sobre el EVA – valor económico agregado.  
  
Recuperado de:  
[http://www.degerencia.com/articulo/10\\_conceptos\\_sobre\\_el\\_eva](http://www.degerencia.com/articulo/10_conceptos_sobre_el_eva)
- Gonzalez, Rodolfo. (2007). Empresas mantienen confianza en el EVA. Página 23. Recuperado de: <http://www.hacienda.go.cr/centro/datos>
- Jiménez, Juderka., Guzmán, Jhonas., Marcelino, Yesenia., Quesada, Miguel., Ramírez, Juan Carlos. El desafío del EVA. Páginas 19 y 22.  
  
Recuperado de: <http://www.monografias.com/trabajos11>
- Knowledge@SMU. (2008, 3 de abril). Measuring Economic Value Added (EVA): How Corporate Governance works for shareholders. Páginas 16 y 18.  
Recuperado de: <http://knowledge.smu.edu>