

## METODOLOGÍA DE VALORIZACIÓN DE EMPRESAS POR MEDIO DEL DESCUENTO DEL FLUJO DE EFECTIVO DE LIBRE DISPOSICIÓN Y SU APLICACIÓN A UNA EMPRESA REAL

*ALEX MEDINA GIACOMOZZI*  
*Dr. en Contabilidad y Finanzas*

*CECILIA GALLEGOS MUÑOZ*  
*Magister en Auditoría y Contabilidad*

### RESUMEN

El objetivo de este artículo es exponer la utilidad del método de flujo efectivo de libre disposición como subrogado de valor en la determinación del valor económico creado por una empresa, partiendo de la información emanada de los Estados Financieros de ésta. Por tanto, en primer lugar, se describe la metodología a seguir para determinar el valor económico creado, utilizando el método del descuento del flujo efectivo de libre disposición y en segundo término, ésta es desarrollada mediante su aplicación a una empresa real del sector alimenticio en Chile. Con la aplicación de esta metodología se demuestra su utilidad como herramienta para la valorización de empresas y a partir de éste obtener el valor económico creado o destruido.

#### Palabras Clave

- \* Valor económico
- \* Flujo efectivo de libre disposición
- \* Valorización de empresas
- \* Estados contables

## INTRODUCCIÓN<sup>1</sup>

El objetivo de este trabajo es exponer la metodología a seguir para determinar el valor económico creado por una organización mediante la utilización, como subrogado de valor, del método de flujo efectivo de libre disposición, FEL, a partir de la información emanada de los Estados Financieros de una empresa.

La idea de utilizar el método FEL es para demostrar la directa relación que existe entre la información expuesta en los Estados Finales de la empresa y la determinación del valor económico creado mediante la aplicación de este subrogado de valor.

En este sentido, toda actividad económica realizada por las compañías debe tener como norte la creación de valor económico, para lo cual se requiere necesariamente la valorización de la empresa, por tanto, lo que se busca valorar es la capacidad de la dirección para incrementar la riqueza de la entidad. Este hecho hace difícil establecer el valor ideal de la empresa y más complejo aún es escoger el método adecuado para estimar dicho valor económico (Pisón: 2001).

Si bien existe una amplia variedad de métodos susceptibles de utilizar para la valorización de empresas<sup>2</sup>, la utilidad y connotación de cada uno de estos es distinta, lo que obliga a ser muy cuidadosos en la elección del método, ya que de esto dependerá la validez y aplicabilidad de los resultados obtenidos con la valoración.

En este contexto, para llegar a determinar qué métodos son los más adecuados para la estimación del valor creado se debe tener en consideración tres elementos determinantes del valor, como son la rentabilidad económica esperada, el tiempo en que ésta se pueda mantener y el riesgo inherente a esta rentabilidad económica esperada (Martín y Petty: 2001).

Por tanto, los métodos basados en la actualización del flujo de efectivo y el método del valor económico añadido son los únicos que cumplen las tres condiciones determinantes del valor y no presentan problemas, por lo que permiten medir realmente el valor creado por la empresa, según lo expresado por destacados autores, entre los que se pueden citar a Copeland, Koller y Murrin (1990), Stewart (2000), Rappaport (1998), López (1999), Gómez-Bezares y Santibáñez (1997), Koller y Mateache (1997), Adserà y Viñolas (1997), Stern, Shiely y Ross (2002), etc.

En este sentido, la virtud del método FEL, en comparación con el método VEA, está en el principio de partida doble que lo inspira, es decir, en la igualdad que debe darse entre los recursos como inversión y como financiación (Medina: 2002), por lo que éste será el método a utilizar en esta investigación.

Si bien es cierto el valor económico de una empresa está en su capacidad para generar flujos de efectivo futuros, estos podrían determinarse a partir de información retrospectiva, como parte del sistema de control de gestión, o bien proyectiva, como parte del proceso de planificación estratégica. Para nuestro estudio se consideró la información retrospectiva para estimar el valor económico de la empresa.

## CREACIÓN DE VALOR ECONÓMICO EN LAS EMPRESAS

La metodología a seguir para determinar el valor económico creado, considerando la información contable, es decir, información retrospectiva, por medio del método del flujo efectivo de libre disposición implica considerar, en primer lugar, el ajuste extracontable de las cifras expuestas en los estados financieros para, en segundo término, proceder a obtener el valor económico creado.

### A.- AJUSTES EXTRACONTABLES

De acuerdo a la normativa contable que regula la presentación en los Estados Financieros, éstos contienen determinados ajustes contables, por lo que antes de entrar al análisis de la creación del valor, corresponde eliminar extracontablemente aquellos ajustes que han provocado una alteración ficticia (que no han implicado movimiento de fondos) de los saldos del balance y del resultado de cada ejercicio, lo que implica:

- La reversión de los ajustes por corrección monetaria contabilizada sobre los activos y pasivos no monetarios en los respectivos balances.
- La reversión del ajuste al valor patrimonial proporcional de las inversiones en cada uno de los años, si es que las hubiere.
- Compensación en el resultado de cada año de las reversiones expuestas en los dos puntos anteriores.

Una vez efectuadas las eliminaciones extracontables a cada uno de los balances y cuentas de resultados se procede a reordenar los respectivos saldos para así obtener los Estados Financieros de cada año debidamente ajustados.

## B.- DETERMINANDO EL VALOR CREADO POR LA EMPRESA

Para la valoración de la empresa, bajo este método se deben seguir los siguientes pasos:

- **Determinación del costo promedio ponderado de capital, CPPC.** Este CPPC<sup>3</sup> considera el riesgo asociado a la inversión, el cual en este caso es consistente con el riesgo asociado al FEL, como al valor de mercado de la deuda y de los fondos propios (Adserà y Viñolas: 1997).

$$\text{CPPC} = [(D / (D + \text{FP})) * K_d] + [(\text{FP} / (D + \text{FP})) * K_e] \quad (1)$$

Siendo:

D = Deuda

$K_e$  = Costo de los fondos propios

FP = Fondos propios

$K_d$  = Costo de la deuda

- **Determinación del flujo efectivo de libre disposición, FEL.** Para la preparación del FEL se parte de la base que la empresa tiene una vida indefinida y continua, por lo que en este contexto aparecen dos escenarios, el escenario coyuntural y el escenario estructural. El escenario coyuntural corresponde al período de tiempo, ya sea pasado o futuro, sobre el cual la empresa es capaz de recabar información útil que le permita generar los flujos de cada período, por lo cual se preparará un FEL por cada uno de los años de este escenario coyuntural (ver esquema determinación FEL). En este sentido, mientras más largo sea este escenario coyuntural, producto de la información que se posea, mayor podría ser el grado de acierto en la valoración.

Lógicamente, este FEL no se aparta del principio de dualidad, lo que implica que el cálculo de la generación de este FEL tenga su contrapartida en la formulación de su distribución y que responde a la siguiente identidad:

$$\text{FEL generado} = \text{FEL distribuido} \quad (2)$$

El escenario estructural corresponde al período de tiempo sobre el cual no existe información o los datos son muy inciertos, por lo que este tiempo posterior al coyuntural, que es indefinido, también debe ser considerado dentro del proceso de valoración de la empresa para determinar si crea o no valor.

Por lo tanto, la valoración de este escenario estructural implica determinar el valor de continuidad (VC) (también conocido como valor residual), para lo cual habrá que seleccionar alguna técnica adecuada que permita obtener dicho valor, por lo que adaptando lo indicado por Adserà y Viñolas (1997) el valor de continuidad se obtiene utilizando la siguiente fórmula:

$$\text{VC} = [\text{FEL}_n * (1 + g)] / [\text{CPPC} - g] \quad (4)$$

Siendo:

VC = Valor de continuidad

$\text{FEL}_n$  = Último FEL del período coyuntural

g = Tasa de crecimiento<sup>5</sup>

CPPC = Costo promedio ponderado de capital

3 Para un análisis más en detalle del CPPC se puede consultar, entre otros, a Stewart (2000), Adserà y Viñolas (1997), Brealey y Myers (1993), Suarez (1996), Bueno (1996), Weston y Brigham (1994), Copeland, Koller y Murrin (1990), Pición (2001).

4 Otra forma de presentación es la seguida por Stewart (2000) y Adserà y Viñolas (1997), que consiste en sumar los intereses y restar el ahorro de impuestos al FEL que se obtendría como producto de la deuda, lo que en todo caso no provoca cambios en el FEL.

5 Esta tasa de crecimiento, de acuerdo a la propuesta de Adserà y Viñolas (1997), se puede determinar mediante, ya sea, la extrapolación del crecimiento medio histórico de la empresa; una aproximación macroeconómica (tomar la suma de la inflación y el crecimiento del PIB) o mediante la tasa promedio de la inversión durante el período coyuntural. A la propuesta anterior, podríamos agregar, para determinar la tasa, el promedio de crecimiento del BAIT en el período coyuntural, ajustado a la proyección de crecimiento del sector industrial.

**FLUJO DE EFECTIVO DE LIBRE DISPOSICION (FEL)**

<b>FEL GENERADO</b>	
BENEFICIO ANTE DE INTERESES E IMPUESTOS	BAIT
Impuestos (-)	T
Variación sobre impuestos diferidos (+/-)	TDv
BENEFICIO OPERATIVO NETO MENOS IMPTOS AJUSTADOS	BONMIA
Amortizaciones (+)	Am
<b>FLUJO EFECTIVO BRUTO<sup>4</sup></b>	<b>FEB</b>
CIFRA DE NUEVA INVERSIÓN BRUTA DEL PERÍODO (-)	CNIB
Variación Capital de trabajo (+/-)	
Variación en activo fijo (+/-)	
Variación neta otros activos (+/-)	
<b>FLUJO EFECTIVO LIBRE DE LAS OPERACIONES</b>	<b>FELo</b>
Flujo efectivo no operacional (+)	FELno
<b>FLUJO EFECTIVO DE LIBRE DISPONIBILIDAD GENERADO</b>	<b>FEL</b>
<b>FEL DISTRIBUIDO</b>	
<b>A.- Pagos (cobros) por volumen de inversión-financiación (balance)</b>	
Aumentos (disminuciones) de I.F.T. (+)	
Disminuciones (aumentos) en deuda financiera (+)	
Disminuciones (aumentos) de fondos propios aportados (+)	
<b>B.- Pagos (cobros) por resultados financieros</b>	
Gastos financieros netos del impuesto de sociedades (+)	
Dividendos repartidos (+)	
Ingresos financieros netos del impuesto de sociedades (-)	
<b>FCF DISTRIBUIDO A LOS FINANCIADORES (=)</b>	

Fuente: Adaptado de Copeland, Koller y Murrin (1990)

- **Valor presente del FEL y del valor de continuidad.** Una vez obtenido el FEL para cada uno de los períodos del escenario coyuntural, la tasa de CPPC y el VC, es posible obtener el valor presente (VPFEL) de cada uno de estos «n» períodos, siguiendo lo planteado por Adserà y Viñolas (1997), mediante la ecuación siguiente:

$$VPFEL = \left[ \sum_{n=1}^n [FEL_n / (1 + CPPC)^n] \right] + [VC / (1 + CPPC)^n] \quad (5)$$

Siendo:

VPFEL = Valor presente del flujo efectivo de libre disponibilidad

CPPC = Costo promedio ponderado de capital

VC = Valor de continuidad

- **Análisis del valor creado.** Por último, se compara el valor presente obtenido de un período con el determinado para otro período y de la diferencia se obtiene el mayor o menor valor creado por la empresa, a saber:

$$\text{VALOR CREADO} = \text{VPFEL}^2 > \text{VPFEL}^1$$

$$\text{VALOR DESTRUIDO} = \text{VPFEL}^2 < \text{VPFEL}^1$$

## APLICACIÓN DEL METODO DE FLUJO DE EFECTIVO DE LIBRE DISPOSICIÓN A UNA EMPRESA REAL

Para demostrar la creación (destrucción) de valor generado por las empresas, se procede a continuación a desarrollar cada uno de los pasos de la metodología expuesta en el epígrafe anterior, para lo cual se utilizarán los estados financieros publicados por la empresa Luchetti S.A. para la aplicación del método.

Tal como se indicaba, al exponer la metodología a seguir, el procedimiento se divide en dos partes, en la primera es necesario realizar los ajustes extracontables a la información expuesta en los estados finales de Luchetti S.A., para, en segundo término, proceder a determinar el valor creado por esta empresa.

### A.- AJUSTES EXTRACONTABLES

Considerando los Estados Financieros de Luchetti S.A. (Anexo N° 1) se procede a ajustar el resultado final para eliminar todas aquellas partidas que no representan un flujo real, como son la corrección monetaria y los ajustes a las inversiones, tal como se muestra en el cuadro N° 1.

CUADRO N° 1: REVERSIÓN DE AJUSTES EFECTUADOS POR EMPRESA

	1997	1998	1999	2000	2001
Resultado antes reversión	1.703.253	-6.350.049	-12.190.021	-9.988.035	-6.406.992
Corrección monetaria	91.209	275.920	2.239.149	396.909	3.811.646
Utilidad Empresa Relacionada	2.187.034	1.928.244	230.242	39.676	998.720
Pérdida Empresa Relacionada	565.302	5.689.323	10.424.500	10.509.485	5.172.034
Amortización menor valor					965.714
Resultado final después ajustes	172.730	-2.864.890	-4.234.912	84.865	-5.079.610

Es importante indicar que en el caso de la corrección monetaria, esta partida se ajustó contra las respectivas cuentas no monetarias, tanto del balance como del estado de resultado. En lo que respecta al ajuste a las inversiones, estos se llevaron como reversión en los otros activos.

Con todos estos ajustes extracontables se obtienen los saldos ajustados para los años 1997 a 2001 y que se utilizarán para estimar el valor económico creado de la empresa.

## B.- DETERMINANDO EL VALOR ECONÓMICO CREADO POR LUCHETTI S.A.

- **Costo promedio ponderado de capital.** De acuerdo a la incidencia proporcional entre el costo de la deuda ( $K_d = 9,5$  por ciento) y el costo de capital ( $K_e = 17,4$  por ciento<sup>6</sup>) para la empresa Luchetti, se determinó un CPPC de un 14,7 por ciento.
- **Determinación del flujo efectivo de libre disposición.** Para obtener el FEL desde el año 1997 a 2001, se requiere previamente determinar el movimiento de las siguientes partidas:

**Impuesto efectivo.** Se debe establecer el impuesto a la renta sobre el BAIT ajustado<sup>7</sup> cuadro N° 2, y que considera el impuesto a los beneficios sobre los ingresos financieros y los gastos financieros, tomando en cuenta que la tasa de impuesto a la renta vigente en el período estudiado es de un 15 por ciento.

CUADRO N° 2: IMPUESTO EFECTIVO

	1997	1998	1999	2000	2001
Impuesto devengado	3.906	8.088	13.499	-5.499.993	-2.245.734
(menos) Impuesto sobre ingresos financieros	26.046	97.698	25.602	7.313	24.177
Impuesto compensado por gastos financieros	106.383	420.782	516.230	381.239	356.637
Impuesto devengado sobre BAIT ajustado	84.243	331.173	504.127	-5.126.067	-1.913.274
(menos) Variación en impuestos diferidos	0	0	0	-145.201	145.201
Impuesto liquidado sobre BAIT ajustado	84.243	331.173	504.127	-4.980.866	-2.058.475

**Capital de trabajo neto operacional.** Éste se obtiene por diferencia entre el activo circulante operacional y el pasivo circulante operacional y expuesto en el cuadro N° 3.

CUADRO N° 3: CAPITAL DE TRABAJO NETO OPERACIONAL

	1996	1997	1998	1999	2000	2001
<b>Activo circulante de Explotación</b>						
Activo circulante según Anexo 1	6.483.564	2.274.828	14.608.533	824.695	1.577.189	19.885.000
Impuesto diferido (-)	0	0	0	0	165.565	7.758.734
Inversiones temporales (-)	1.628.940	0	336.340	0	0	0
Activo circulante de Explotación	4.854.624	2.274.828	14.272.193	824.695	1.411.624	12.126.266
<b>Pasivo circulante de Explotación</b>						
Pasivo circulante según Anexo 1	6.987.913	10.980.767	28.381.191	12.336.401	17.341.376	11.768.019
Impuesto diferido (-)	0	0	0	0	8366	0
Préstamos bancarios (-)	3.662.941	2.127.534	4.193.573	11.008.403	10.660.098	0
Pasivo circulante de Explotación	3.324.972	8.853.233	24.187.618	1.327.998	6.672.912	11.768.019
<b>Capital de trabajo neto operacional</b>						
Activo circulante de Explotación	4.854.624	2.274.828	14.272.193	824.695	1.411.624	12.126.266
Pasivo circulante de Explotación	3.324.972	8.853.233	24.187.618	1.327.998	6.672.912	11.768.019
Capital de trabajo neto operac.	1.529.652	-6.578.405	-9.915.425	-503.303	-5.261.288	358.247
Variación	8.108.057	3.337.020	-9.412.122	4.757.985	-5.619.535	

<sup>6</sup> Este  $K_e$  se obtuvo considerando la tasa efectiva de dividendos (dividendos / Utilidad neta) entregados por la empresa en el período en estudio.

<sup>7</sup> Si bien este es el criterio más acertado para la determinar el FEL de las operaciones, hay otro criterio, no seguida en este trabajo, que es mostrar el FEL obtenido con el impuesto devengado, no afectando el impuesto a los ingresos financieros y a los gastos financieros

Variación en Activo Fijo y Otros Activos. También se debe obtener las variaciones, ya sea incrementos o decrementos en estas partidas y cuyo detalle se muestra en el cuadro N° 4.

CUADRO N° 4: VARIACIONES EN ACTIVO FIJO Y OTROS ACTIVOS

	1996	1997	1998	1999	2000	2001
<b>ACTIVO FIJO</b>						
Saldo según Anexo 1	1.874.534	1.359.686	1.797.160	2.211.847	1.327.011	1.091.336
Reversión C.M. año			275.920	2.239.149	396.909	3.811.646
Reversión CM anterior				275.920	2.515.069	2.911.978
Saldo ajustado	1.874.534	1.359.686	1.521.240	-303.222	-1.584.967	-5.632.288
Depreciación		344.990	0	301.118	396.432	420.927
Variación	-169.858	161.554	-1.523.344	-885.313	-3.626.394	
<b>OTROS ACTIVOS</b>						
Saldo según Anexo 1	48.209.974	58.297.500	59.884.332	79.026.033	64.673.464	77.849.238
Reversión CM						
Resultado devengado		-1.621.732	3.761.079	10.194.258	10.469.809	5.139.028
Ajuste otras reservas		-101.018	-101.183	-592.728	1.126.376	-335.713
Ajuste año anterior			-1.722.750	1.937.146	11.538.676	23.134.861
Saldo ajustado	48.209.974	56.574.750	61.821.478	90.564.709	87.808.325	105.787.414
Variación	8.364.776	5.246.728	28.743.231	-2.756.384	17.979.089	

Variación en otras partidas de activo y pasivo. También es fundamental conocer las variaciones (cuadro N° 5) habidas en aquellas partidas que afectan la distribución del valor generado, como son las inversiones financieras temporales, la deuda financiera de la empresa, las variaciones en el capital y en las reservas de utilidades.

CUADRO N° 5: VARIACIONES EN OTRAS PARTIDAS DE ACTIVO Y PASIVO

	1996	1997	1998	1999	2000	2001
<b>INVERSIONES FINANCIERAS TEMPORALES</b>						
Saldo según Anexo N 1	1.628.940	0	336.340	0	0	0
Variación		-1.628.940	336.340	-336.340	0	0
<b>OBLIGACIONES FINANCIERAS (DEUDA)</b>						
Saldo CP según anexo 1	3.662.941	2.127.534	4.193.573	11.008.403	10.660.098	0
Saldo LP según Anexo 1	2.536.577	8.950.387	11.074.295	26.258.657	14.336.203	39.931.830
Reversión C. monetaria	-91.209	-91.209	-91.209	-91.209	-91.209	
Total	6.199.518	10.986.712	15.176.659	37.175.851	24.905.092	39.840.621
Variación		4.787.194	4.189.947	21.999.192	-12.270.759	14.935.529
<b>PATRIMONIO</b>						
Saldo según Anexo 1	40.158.678	33.863.773	43.184.588	62.172.689	65.951.977	92.557.885
Reversión ajuste Otras Reservas año		-101.018	-101.183	-592.728	1.126.376	-335.713
Reversión ajuste Otras Reservas anterior		-101.018	-202.201	-794.929	331.447	
Total	40.158.678	33.762.755	42.982.387	61.377.760	66.283.424	92.553.619
Variación		-6.395.923	9.219.632	18.395.373	4.905.664	26.270.195
<b>DISTRIBUCIÓN RESULTADO</b>						
Utilidad retenida Inicial según anexo 1	6.884.904	8.137.087	-6.350.049	-18.705.172	-30.063.890	
Resultado ejercicio según anexo 1	1.703.253	-6.350.049	-12.190.021	-9.988.035	-6.406.992	
Reserva final ante distribución	8.588.157	1.787.038	-18.540.070	-28.693.207	-36.470.882	
Resultado distribuido	451.070	8.137.087	165.102	1.370.633	8.963.231	
Reserva final	8.137.087	-6.350.049	-18.705.172	-30.063.890	-45.434.113	

Por lo tanto, con los antecedentes determinados en los cuadros anteriores ya es posible obtener tanto la cifra de inversión como el Flujo de libre disposición para cada uno de los respectivos años.

**FLUJO DE EFECTIVO DE LIBRE DISPOSICIÓN.** Con los antecedentes expuestos en los cuadros N° 2 al 5 es posible determinar el FEL, tanto generado como distribuido para cada un de los años y que se muestra en el cuadro N° 6.

**CUADRO N° 6: FLUJO DE EFECTIVO DE LIBRE DISPOSICIÓN**

	1997	1998	1999	2000	2001
<b>FLUJO EFECTIVO DE LIBRE DISPOSICIÓN GENERADO</b>					
BAIT	801.848	1.197.063	-595.000	-1.920.639	-936.569
Impuestos (-)	84.243	331.173	504.127	-5.126.067	-1.913.274
Variación en Impuestos Diferidos	0	0	0	-145.201	-7.611.580
BONMIA	717.605	865.890	-1.099.127	3.060.227	6.634.875
Depreciación (+)	344.990	0	301.118	396.432	420.927
FLUJO EFECTIVO BRUTO	1.062.595	865.890	-798.009	3.456.659	-6.213.948
<i>Variación de CTN operativo (+/-)</i>	-8.108.057	-3.337.020	9.412.122	-4.757.985	5.619.535
<i>Variación en Activo Fijo (+/-)</i>	-169.858	161.554	-1.523.344	-885.313	-3.626.394
<i>Variación neta en otros activos (+/-)</i>	8.364.776	5.246.728	28.743.231	-2.756.384	17.979.089
INVERSIÓN BRUTA DEL PERIODO (-)	86.861	2.071.262	36.632.009	-8.399.682	19.972.230
FLUJO EFECTIVO LIBRE DE LA OPER.	975.734	-1.205.372	-37.430.018	11.856.341	-26.186.178
Flujo efectivo no operacional	-89.631	-1.899.966	-355.561	-1.001.650	-4.172.374
FEL GENERADO	886.103	-3.105.338	-37.785.579	10.854.691	-30.358.552
<b>FLUJO EFECTIVO DE LIBRE DISPOSICIÓN DISTRIBUIDO A LOS FINANCIADORES</b>					
Pagos (cobros) por variación balance	-20.211	-13.073.239	-40.730.905	7.365.095	-41.205.724
<i>Variaciones en Inv. Temporales</i>	-1.628.940	336.340	-336.340	0	0
<i>Reducciones (aumentos) de deuda</i>	-4.787.194	-4.189.947	-21.999.192	12.270.759	-14.935.529
<i>Reducciones (aumentos) de capital</i>	6.395.923	-9.219.632	-18.395.373	-4.905.664	-26.270.195
Pagos (cobros) por resultados financieros	906.314	9.967.901	2.945.326	3.489.596	10.847.172
<i>(-) Ingreso Financiero después de Imptos.</i>	147.594	553.619	145.076	41.440	137.001
<i>Gastos financieros después de impuestos</i>	602.838	2.384.434	2.925.301	2.160.353	2.020.942
<i>Resultado distribuido</i>	451.070	8.137.087	165.102	1.370.683	8.963.231
FEL APLICADO	886.103	-3.105.338	-37.785.579	10.854.691	-30.358.552

**CIFRA DE INVERSIÓN.** Considerando la información ya obtenida es posible determinar la cifra de inversión, tal como se muestra en el cuadro N° 7, tanto desde el ángulo de la inversión como de la financiación.

**CUADRO N° 7: CIFRA DE INVERSIÓN**

	1996	1997	1998	1999	2000	2001
<b>Desde la inversión</b>						
Fondo de Maniobra	1.529.652	-6.578.405	-9.915.425	-503.303	-5.261.288	358.247
Activo fijo neto	1.874.534	1.359.686	1.521.240	-303.222	-1.584.967	-5.632.288
Otros activos operativos	48.209.974	56.574.750	61.821.478	90.564.709	87.808.325	105.787.414
CAPITAL INVERTIDO	51.614.160	51.356.031	53.427.293	89.758.184	80.962.070	100.513.373
<b>Desde la financiación</b>						
Deuda financiera	6.199.518	10.986.712	15.176.659	37.175.851	24.905.092	39.840.621
Fondos propios	47.043.582	40.369.319	38.586.974	52.582.333	56.202.179	68.429.533
Impuestos diferidos	0	0	0	0	-145.201	-7.756.781



Financiación utilizada	53.243.100	51.356.031	53.763.633	89.758.184	80.962.070	100.513.373
(-) Inversiones temporales	1.628.940	0	336.340	0	0	0
FINANC. NECESARIA	51.614.160	51.356.031	53.427.293	89.758.184	80.962.070	100.513.373

Con el FEL obtenido en cada uno de los años es posible determinar el valor creado (o destruido) por Luchetti, para lo cual se requiere determinar el valor presente del FEL y del valor de continuidad<sup>8</sup>, mediante la comparación del valor económico de la empresa al año 1997 y año 1998, tal como se muestra a continuación:

$$VPFEL1997 = (886.103 / 1,147) + (-3.105.338 / 1,1472) + (-37.785.579 / 1,1473) + (10.854.691 / 1,1474) + (-206.520.762 / 1,1474) = -139.675.659$$

$$VPFEL1998 = (-3.105.338 / 1,147) + (-37.785.579 / 1,1472) + (10.854.691 / 1,1473) + (-30.358.552 / 1,1474) + (-206.520.762 / 1,1474) = -161.094.084$$

Ahora, al comparar el valor presente de la empresa Luchetti al año 1997 (M\$ -139.675.659) con el obtenido al año 1998 (M\$ -161.094.084), queda claramente demostrado la gran destrucción de valor económico que esta compañía ha tenido en el período analizado, el cual asciende a la suma de M\$ -21.418.425.

## CONCLUSIONES

De lo expuesto en los párrafos anteriores, podemos resaltar la importancia que tiene en el momento actual la gestión del valor económico y la necesidad que tienen las empresas y el mercado financiero de conocer cuanto es el valor económico aportado por la organización en el desarrollo de sus negocios.

Esto es así, ya que la búsqueda de valor económico es lo que moviliza la actividad económica realizada por las empresas y ésta puede ser analizada desde el ángulo de la propiedad como de la entidad, en nuestra opinión el más apropiado es el modelo de la teoría de la entidad, ya que éste separa lo que es la propiedad de la entidad de su gestión y muestra el valor analítico de sus recursos.

Si bien existe una diversidad de métodos para estimar el valor económico de una empresa, de todos ellos los que realmente apuntan a la estimación del valor económico creado, son los métodos basados con la corriente de efectivo que genera o que generará a lo largo de su vida la empresa, entre los que se destaca el método del descuento del flujo efectivo de libre disposición, FEL.

Este método FEL, por tanto, puede ser utilizado para estimar el valor económico creado de forma proyectiva, es decir, como parte del proceso de planificación estratégica de la empresa, o de forma retrospectiva, o sea, como un elemento fundamental en el control de la gestión de la compañía.

Al ser utilizado este método como parte del sistema de control de gestión, tenemos que para su confección se utiliza la información expuesta en los Estados Financieros de la empresa, debidamente ajustados, y a partir de estos datos se procede a determinar el flujo efectivo generado y distribuido para cada uno de los años incluidos en el análisis.

Ahora, desde un punto de vista de su aplicación práctica a la empresa Luchetti, podemos destacar que partiendo de la propia información contable (balance y cuenta de resultados) de la entidad y siguiendo el procedimiento establecido, se pudo obtener el FEL para cada uno de los años incluidos en el estudio.

Por tanto, de los resultados obtenidos se demostró que Luchetti estaba destruyendo valor económico por M\$ 21.418.425, lo que es preocupante y debería llevar a analizar sus conductores de valor para establecer las posibles causas que afectan el valor económico de esta compañía.

Al profundizar y tratar de dar una explicación del valor económico destruido por Luchetti, podemos concluir que esta pérdida de valor se debe a las fuertes inversiones realizadas por la compañía y al hecho de que la empresa presenta pérdidas operacionales (BAIT negativo) en tres de los cinco años estudiados. Naturalmente un estudio más exhaustivo escapa a la orientación de este artículo y es motivo suficiente para seguir investigando en este tema tan importante.

8 Se considera que para el año 2002 la tasa de crecimiento (g) será de un 0% (tomando en cuenta lo complicado de la situación económica del país y de la empresa en particular), a saber:  
 $VC2001 = (FEL)_n * (1 + g) / (CPPC - g) = (-30.358.552 * (1 + 0,00)) / (0,147 - 0,00) = -206.520.762$   
 $VC2002 = (FEL)_n * (1 + g) / (CPPC - g) = (-30.358.552 * (1 + 0,00)) / (0,147 - 0,00) = -206.520.762$

## ANEXO N° 1: ESTADOS FINANCIEROS LUCHETTI

BALANCE	1996	1997	1998	1999	2000	2001
<b>ACTIVO</b>						
<b>ACTIVO CIRCULANTE</b>	6.483.564	2.274.828	14.608.533	824.695	1.577.189	19.885.000
Disponible	474.564	74.480	5.902	25.048	529.037	53.141
Depósitos a Plazo			336.340			
Valores Negociables	1.628.940					
Documentos por cobrar	73.981					
Deudores Varios	804.290	13.112	8.097	31.922	32.800	29.641
Dctos Empresa Relacionada	3.474.480	2.030.666	14.189.875	716.811		10.885.401
Impuestos por recuperar		12.573	29.684	6.170	197.746	218.077
Gastos Anticipados	27.309	141.107	38.635	44.744	102.041	89.452
Impuesto Diferido					165.565	7.758.734
Otros		2.890			550.000	845.554
<b>ACTIVO FIJO</b>	1.874.534	1.359.686	1.797.160	2.211.847	1.327.011	1.091.336
Terrenos				329.777		
Construcciones	1.159.467	1.240.982	1.377.956	1.437.313	147.908	158.917
Maquinarias	309.305	282.053	783		751	77.750
Otros	1.188.997	1.337.900	2.252.381	2.872.716	3.070.292	3.220.286
Depreciación	1.113.012	1.501.249	1.833.960	2.098.182	1.891.940	2.365.617
<b>OTROS ACTIVOS</b>	48.209.974	58.297.500	59.884.332	79.026.033	64.673.464	77.849.238
Inversiones Emp Relacionada	47.665.060	56.162.630	56.289.846	72.503.324	53.293.347	73.467.140
Inversiones otras Sociedades	16.109	17.124	2.530	2.596	2.718	2.802
Deudores a LP						1.953
Dctos Empresa Relacionadas		1.434.805	2.851.015	5.830.584	5.361.172	3.731.445
Intangibles	519.179	682.191	680.023	664.951	660.664	788.463
Amortización						143.098
Otros	9.626	750	60.918	24.578	5.355.563	533
<b>TOTAL ACTIVO</b>	56.568.072	61.932.014	76.290.025	82.062.575	67.577.664	98.825.574
<b>PASIVO</b>						
<b>PASIVO CIRCULANTE</b>	6.987.913	10.980.767	28.381.191	12.336.401	17.341.376	11.768.019
Oblig con bancos CP	1.703.354	922	2.630.750	4.189.559	9.216.243	
Oblig con bancos LP	485.124	476.187	1.562.823	6.818.844	1.199.571	
Oblig con Público (bonos)	1.474.463	1.650.425			244.284	
Oblig LP						
Dividendos por pagar	8.783	10.543	7.187	6.445	6.445	3.020
Cuentas por pagar	117.276	74.024	50.648	154.773	140.373	153.538
Documentos por pagar	9.330	5.142	5.555	199		2.373
Acreedores Varios	324		410	21		
Dctos por pagar Emp Rel	2.974.608	7.740.837	22.247.353	425	53.179	6.056.614
Provisiones	141.862	952.606	1.759.724	1.066.409	6.408.814	5.529.399
Retenciones	72.487	70.081	116.741	99.726	63.341	19.553
Impuesto renta	302				760	3.522
Impuesto Diferido					8.366	
<b>PASIVO L.P.</b>	2.536.577	8.950.387	11.074.295	26.258.657	14.348.201	39.933.783
Oblig con Bancos	989.328	8.931.505	11.056.252	4.677.133	2.168.364	
Oblig. con público	1.526.723					
Acreedores Varios					775.192	
Dctos por pagar Emp Rel				21.555.483	11.371.682	39.915.959

Provisiones	20.526	18.882	18.043	26.041	20.965	15.871
Impuesto Diferido					11.998	1.953
<b>PATRIMONIO</b>	<b>47.043.582</b>	<b>42.000.860</b>	<b>36.834.539</b>	<b>43.467.517</b>	<b>35.888.087</b>	<b>4.7123.772</b>
Capital	43.882.199	46.646.777	49.902.483	68.486.396	71.705.257	92.222.172
Res Revalorización Capital					2.036.487	
Otras Reservas	331.447	432.465	533.648	1.126.376		335.713
Déficit Acumulado	4.054.968	13.215.469	7.251.54	7.440.083	7.789.767	
Util Retenidas	6.884.904	8.137.087	-6.350.049	-18.705.172	-30.063.890	-45.434.113
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>56.568.072</b>	<b>61.932.014</b>	<b>76.290.025</b>	<b>82.062.575</b>	<b>67.577.664</b>	<b>98.825.574</b>
<b>ESTADO DE RESULTADO</b>						
Margen Contribución	3.495.931	4.021.773	4.442.768	5.301.400	3.929.425	4.490.038
Gastos Adm y Venta	2.603.398	3.219.925	3.245.705	5.896.400	5.850.064	5.426.607
Resultado Operacional	892.533	801.848	1.197.063	-595.000	-1.920.639	-936.569
Ingreso Financiero	113.063	173.640	651.317	170.678	48.753	161.178
Utilidad Empresa Relacionada	2.671.160	2.187.034	1.928.244	230.242	39.676	998.720
Otros Ingresos	1.648	1.523	1.619	47.505	28.655	197.319
Pérdida Empresa Relacionada	108.611	565.302	5.689.323	10.424.500	10.509.485	5.172.034
Amortización menor valor						965.714
Gastos Financieros	936.377	709.221	2.805.216	3.441.530	2.541.592	2.377.579
Otros egresos	6.188	91.154	1.901.585	403.066	1.030.305	4.369.693
Corrección Monetaria	-47.791	-91.209	275.920	2.239.149	396.909	3.811.646
Resultado No Operacional	1.686.904	905.311	-7.539.024	-11.581.522	-13.567.389	-7.716.157
<b>RESULTADO ANTE IMP</b>	<b>2.579.437</b>	<b>1.707.159</b>	<b>-6.341.961</b>	<b>-12.176.522</b>	<b>-15.488.028</b>	<b>-8.652.726</b>
Impuesto	5.282	3.906	8.088	13.499	-5.499.993	-2.245.734
<b>RESULTADO EJERC</b>	<b>2.574.155</b>	<b>1.703.253</b>	<b>-6.350.049</b>	<b>-12.190.021</b>	<b>-9.988.035</b>	<b>-6.406.992</b>
Amortización mayor valor	4					
<b>RESULTADO FINAL</b>	<b>2574159</b>	<b>1703253</b>	<b>-6350049</b>	<b>-12190021</b>	<b>-9988035</b>	<b>-6406992</b>

## REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

- ADSERA, X. Y VIÑOLAS, P. (1997), «Principios de valoración de empresas», Editorial Deusto, Barcelona.
- ASOCIACIÓN ESPAÑOLA DE CONTABILIDAD Y ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS (1996): «Principios de valoración de empresas: Estudio de aplicabilidad de los diferentes métodos de valoración», AECA, Madrid.
- BREALEY, R. Y MYERS, S. (1998): «Fundamentos de financiación empresarial», Editorial Mc Graw, cuarta edición, Madrid.
- BUENO, E. (1996): «Economía de la empresa. Análisis de decisiones empresariales», Editorial Pirámide, Madrid.
- CABALLER, V. (1994): «Métodos de valoración de empresas», Editorial Pirámide, Madrid.
- COPELAND, T.; KOLLER, T.; MURRIN, J. (1974), «Valuation: measuring and managing the value of companies», Editorial John Wiley & Sons, Nueva York.
- FERNANDEZ, P. (1999), «Valoración de Empresas», Editorial Gestión 2000, Barcelona.
- GOMEZ-BEZARES, F. Y SANTIBAÑEZ, J. (1997), «Cálculo y gestión del valor de la empresa», Boletín de estudios económicos, volumen LII, Nº 162, p. 429 a 457.
- LUCHETTI (1996 a 2001), «Estados financieros empresas LUCHETTI S.A.», Santiago
- KOLLER, T. Y MATEACHE, P. (1997), «Impacto y puesta en marcha de una gestión basada en el valor (VBM)», «Boletín de Estudios Económicos», Vol. LII, Nº 162, p. 409 a 428.
- LOPEZ, F. (1999), «La dirección de negocios orientada a la creación de valor», Harvard-Deusto Business Review, número 89, p. 68 a 77.

- MARTÍN, J., Y PETTY, J. (2001): «La gestión basada en el valor», Editorial Gestión 2000, Barcelona.
- MEDINA, A. (2002), «Evaluación de la gestión del valor en la empresa: propuesta de un modelo», Revista Theoria, volumen 11, p. 43-50.
- PISÓN, I. (2001): «Dirección y gestión financiera de la empresa», Editorial Pirámide, Madrid.
- RAPPAPORT, A. (1998), «La creación de valor para el accionista», Editorial Deusto, Bilbao.
- ROJO, A. (1992): «Contabilidad financiera y de sociedades», Editorial Tebar Flores, Madrid.
- STERN, J., SHIELY, J. Y ROSS, I. (2002): «El reto del EVA», Editorial Gestión 2000, Barcelona.
- STEWART, G. (2000), «En busca del valor», editorial Gestión 2000, Barcelona.
- SUAREZ, A. (1996): «Decisiones óptimas de inversión y financiación de la empresa», Editorial Pirámide, Madrid.
- WESTON, J. Y BRIGHAM, E. (1994): «Fundamentos de administración financiera», Editorial Intera-  
mericana , Madrid.