



UNIVERSIDAD TORCUATO DI TELLA
Escuela de Economía Empresarial
MASTER EN FINANZAS

**¿Por qué las PyMEs Argentinas no recuperan el
Costo de Oportunidad de Capital, a través de las
inversiones realizadas destruyendo de esta
forma valor?**

Maria Gabriela Matrángolo

Tesis de Graduación
TUTOR: Diego Dzodan
JUNIO DE 2003



Agradecimientos

Creo que una de las metas que tiene un profesional es tener la posibilidad de seguir perfeccionándose después de concluir sus estudios universitarios. Personalmente era mi sueño. Este trabajo esta dedicado a todas aquellas personas que han estado conmigo alentándome en todo momento y ayudándome para poder continuar mi formación profesional.

Quiero agradecer al Sr. Sergio Velasco por haberme propuesto en la terna de becas que ofreció Citibank para poder cursar el Master en Finanzas. Asimismo agradezco a Citibank por haberme elegido y permitido poder hacer realidad mi sueño. A mis padres por haberme apoyado y alentado en todo momento. A mi tutor Diego Dzodan, quien es un motivador nato y por su calidad de profesor.

A todos aquellos que estando cerca mío, me apoyaron para que hoy este cerrando una etapa más de mi vida y comenzando otra con mayor conocimiento y especialización.

A todos Uds. muchas gracias.



Prefacio

El presente trabajo tiene como objeto tratar de dilucidar cuales son los problemas que deben enfrentar las PyMEs Argentinas en su ciclo de vida.

Hace 8 años que trabajo en el sector financiero, para este segmento de mercado, viendo nacer y morir empresas en lapsos de tiempo muy cortos. Muy pocas empresas hoy por hoy, logran convertirse en empresas de mayor envergadura, parte de sus limitaciones las encontramos en la economía en la que se desarrollan, otra parte en las posibilidades de financiación y por ultimo en el desconocimiento del management de aquellas variables necesarias que conducen a la creación de valor.

El estudio realizado sobre un grupo de 15 empresas con un rango de facturación anual promedio entre U\$ 4 millones y U\$ 40 millones, muestra claramente que en los últimos años, las mismas han destruido valor acumulado por cerca de los U\$ 11,6 millones, lo que equivale a casi un 10% de su capital invertido.



Índice

- I. Introducción**
- II. Dificultades que enfrentan las PyMEs Argentinas para la creación de valor**
- III. Conclusión**
- IV. Referencia Bibliográfica**
- V. Anexo**



I. Introducción

En el transcurso de los últimos 8 años he trabajado con las Pequeñas y Medianas Empresas en el sistema financiero. He estado en contacto con sus dueños ofreciéndoles servicios transaccionales, productos crediticios y asesoramiento financiero. Siempre me llamo la atención la visión que tenían la mayoría de ellos sobre sus propios negocios. Su foco estaba principalmente en poder obtener ganancias en un corto plazo y asegurarle una fuente de empleo a los integrantes de la familia, solo, en algunos casos tenían proyecciones claras sobre el futuro.

El gran interrogante: “¿Por que las PyMEs Argentinas no recuperan el Costo de Oportunidad de Capital, a través de las inversiones realizadas, destruyendo de esta forma valor?” es motivado por todos estos años de relación con dicho segmento de mercado. El objetivo principal del presente trabajo es entender cuales son las causas con las que deben convivir los dueños de las PyMEs Argentinas que hacen que sus empresas no sean exitosas. El análisis realizado se enfoca en tratar de dilucidar si la destrucción de valor proviene principalmente del alto Costo de Capital que deben asumir las PyMEs, por desarrollarse en un país emergente, reduciendo de esta forma las alternativas de inversiones que puedan repagar ese costo de capital, o si la destrucción de valor proviene por una combinación de causas que incididas a su vez por un Costo de Capital alto, con lleva definitivamente a la destrucción de valor.

Durante la década de los noventa, las empresas comenzaron a enfrentarse a un nuevo concepto de organización “La organización Moderna” signada por un proceso de transformación de la economía en general “apertura del mercado, privatizaciones, control fiscal, estabilidad monetaria, acceso al financiamiento, llegada de capitales nuevos. Todos estos aspectos, que en principio parecieron positivos, terminaron con un efecto bumeran sobre las Pequeñas y Medianas Empresas que al enfrentarse con un mercado sin ningún tipo de proteccionismo ni reglas de juego claras, termino por debilitarlas, llevando a la mayoría de ellas a situación de reestructuración, achicamiento y en el peor de los casos su consecuente default.

Las PyMEs son uno de los engranajes principales en la economía de un país, y sin ellas, las posibilidades se reducen solo para un grupo de elegidos, convirtiéndose el motor de un país en un oligopolio.



1) Trabajo de Campo

- Se seleccionaron al azar una muestra de 15 empresas con un rango de facturación entre U\$ 4MM y U\$ 40MM. Por cuestiones de confidencialidad, en el presente trabajo no serán revelados los nombres de las mismas.
- A los efectos de no sesgar la muestra a un sector en particular del mercado, la misma está compuesta por:
 - 6 Empresas Industriales destinadas a la fabricación de bienes utilizados en la producción. Cada industria produce un bien diferente y en ningún caso son sustitutos.
 - 2 Comercios minoristas
 - 7 Empresas de Servicios: al igual que en las industriales se eligieron diferentes servicios, tanto de consumo masivo como específico.
- Se relevó información de un período de 4 años, el cual comprende desde 1997 al 2000.



2) Trabajo de Valuación

- Se realizó la valuación de las 15 empresas (ver anexos).
- El trabajo de valuación consistió en el desglose de cada partida del Estado de Situación Patrimonial y del Estado de Resultados, para cada uno de los años bajo análisis. Con este trabajo se pudo obtener una tendencia y la evolución año a año de indicadores principales como ser Return on Equity y Return on Asset.
- No se realizó una proyección para los próximos 10 años, dado que no se posee la información necesaria para poder hacer un análisis de cada una de las empresas a futuro.
- El análisis tuvo como eje un indicador denominado Utilidad Económica, que mide la rentabilidad generada por cada empresa por encima de su Costo de Capital (deuda más capital de accionistas). Este indicador es propuesto por la Consultora McKinsey, la cual lo utilizo en un estudio similar.
Las razones por las cuales se utilizo este indicador para medir la destrucción o creación de valor, se basa, en que a diferencia de otros indicadores de performance, como los resultados contables, la utilidad económica es un indicador adecuado para comparar distintas empresas, ya que permite medir la rentabilidad considerando el capital utilizado y su costo, independientemente de las magnitudes relativas de los resultados.
Si bien este mismo análisis se podría haber realizado a través del calculo del Economic Value Added (EVA), este ultimo indicador, esta mas focalizado en las ganancias que en los Cash Flow, como así también en evaluar la performance del management. Asimismo, otra de las implicancias por la cual no fue utilizada esta herramienta se basa en que no siempre un EVA positivo significa que la empresa esta creando valor, dado que al no basarse en los Cash Flow, uno puede jugar con determinadas partidas del balance para llegar a un profit mas alto, por ejemplo las depreciaciones: donde si uno utiliza como método de contabilización el de "Depreciación Acelerada" lo que logra es postergar pagos de Impuestos, aumentar el valor y obtener como contra partida un EVA mas bajo.
- Además del indicador de Utilidad Económica se realizo la comparación entre el Return on Asset (ROA) versus el Weighted Average Cost Of Capital (Wacc), a este ultimo se lo calculo considerando el Country Risk y sin el a los efectos de demostrar la incidencia que tiene este elemento en el calculo de creación y destrucción de valor. El mismo ejercicio se realizo cuando se comparo el Return on Equity (ROE) vs. el Cost of Equity (Ke).
- Se realizo el ejercicio de Valuación Incluyendo el Terminal Value. Si bien la estimación del mismo no es necesaria para el enfoque del presente trabajo, el ejercicio se realizo a los efectos de demostrar que si el segmento bajo análisis sigue asumiendo costos de capital altos, y su management continua el desarrollo de sus negocios con una visión a corto plazo, cual será el total de dinero que recuperaran a futuro de la inversión total realizada en su empresa.



3) Premisas para la Valuación

- Market Firm Capitalization: Dado que las empresas bajo análisis ninguna cotiza en el Mercado de Capitales, se considero para dicho valor la suma del Pasivo y el Patrimonio Neto, es decir se tomo en cuenta su Valor Libros.
- Yield (Costo de Deuda) para el periodo de valuación se considero la tasa promedio que devengo la empresa. Para el período del Terminal Value se considero una tasa del 15%, esta ultima es una tasa promedio, a la cual, las empresas podían endeudarse en periodos de estabilidad económica.
- Cost Of Equity: para su cálculo se utilizo el CAPM, bajo la premisa que los inversores están debidamente diversificados globalmente. Se consideraron dos escenarios uno que contempla el Country Risk, a efectos de mostrar la incidencia de este componente en el costo y otro escenario en el que no se contempla el Country Risk.
- Risk Free: El valor estipulado obedece al valor promedio de las últimas 52 semanas del Treasury Bond a 10 años.
- Country Risk: Para su cálculo se tuvo acceso a la evolución del Country Risk diario medido a través del Arg Embi (fuente J. P. Morgan). Se calculo el promedio mensual y luego el anual. Una vez obtenido el Country Risk promedio del periodo de análisis, se le detrajo la Prima de Riesgo Crediticio según la calificación promedio de los Bonos Argentinos del periodo bajo análisis. El promedio del rating crediticio aplicable para los bonos en el periodo '97-00 fue de B+, por lo cual se le detrajo a la Country Risk una prima de 2.5%. Este spread es tomado de un estudio realizado por Damodan en su libro Damodan on Valuation, en el que se establece cual es el default spread que hay que detraer segun la calificacion crediticia que obtenga el bono. Para el Calculo del Country Risk aplicado al Terminal Value se considero en el promedio del mismo, los valores alcanzados por el Arg Embi en el año 2001. La prima de riesgo crediticio se la considero igual, suponiendo la misma calificación crediticia para los Bonos Argentinos.
- Betas: En mercados emergentes, el cálculo del Beta se torna más difícil porque los mercados de equity son ilíquidos y en general están dominados por unos pocos papeles. Dada la envergadura de las empresas bajo análisis, es difícil encontrar comparables en el mercado. En tal sentido, se trabajo sobre las Betas por segmento de mercado (Fuente Research de Salomon Smith Barney). Las Betas fueron desapalancadas, para luego ser apalancadas por la deuda de cada una de las empresas bajo análisis.
- Tasa de crecimiento: En el periodo de análisis se tomo la tasa promedio de crecimiento en ventas. Asimismo para poder calcular el Terminal Value, el ejercicio que se realizo fue obtener el promedio de crecimiento de las empresas bajo análisis, llegando de esta forma a una tasa promedio de crecimiento aplicable para el futuro a este tipo de empresas del 3%. Dado que una de las empresas demostró un crecimiento muy alto (36% durante el periodo '97 -'00), sesgando el valor promedio obtenido, se considero que una tasa lógica a aplicar para el crecimiento futuro es del 1.5%. El fundamento de



esta tasa esta dado en las perspectivas a mediano plazo, dado que el nuevo gobierno promueve una economía vía sustitución de importaciones.

Crecimiento promedio de la Empresas Valuadas

Company	Crecimiento Promedio 1997 - 2000
Company 1	6%
Company 2	6.10%
Company 3	1.20%
Company 4	-12.90%
Company 5	8.10%
Company 6	5.80%
Company 7	6.90%
Company 8	-9.60%
Company 9	-2.80%
Company 10	-7.20%
Company 11	1.10%
Company 12	-5.60%
Company 13	7.80%
Company 14	-0.90%
Company 15	36%
Promedio	3%

- **Market Risk Premium:** Es complicado calcular el Market Risk Premium para mercados emergentes como el nuestro, debido a que en general la calidad y plazo que cubre la información no son apropiados para hacer estimaciones a largo plazo. Por tal motivo se utilizo el MRP consistente con la visión de que los mercados se están globalizando. El 5.5% es el valor que esta aplicando el mercado en estos momentos.
- **Terminal Value:** Dado que las empresas bajo análisis muestran disparidad entre los Cash Flow de un año a otro, donde en algunos casos los Cash Flow aplicables al ultimo periodo son negativos, se realizo la normalización de los earnings, a efecto de no sesgar la valuación final de la empresa. Los earnings fueron normalizados calculando el promedio de los mismos, y sobre este Cash Flow promedio se calculo el Terminal Value. Es importante destacar que el Cash Flow promedio, no fue tenido en cuenta para el valor final.
- **Indicador de Utilidad Económica:** para su cálculo se tomo el ROA promedio de cada empresa vs. el Wacc promedio de cada empresa, multiplicando la diferencia por el promedio del Activo total de la empresa. Este análisis solo se realizo para el valor promedio de los años bajo estudio y no año a año, dado que el objetivo del presente trabajo es demostrar la destrucción acumulada de Valor.
- **Moneda de la Valuación:** Dólares, dado que en el periodo bajo análisis estaba vigente la convertibilidad.



II. Dificultades que enfrentan las PyMEs Argentinas para la Creación de Valor.

Las dificultades que deben enfrentar las Empresas Argentinas en su camino a la Creación de Valor esta signada por dos grandes causas:

- Contexto en el que se desarrollan
- Contexto interno de las empresas

II.A. Contexto en el que se desarrollan

Haciendo un poco de historia, durante los últimos años las empresas enfrentaron una serie de crisis que repercutieron directamente sobre su salud financiera, como ser el Efecto Tequila de diciembre de 1994, la Crisis Asiática de 1997, la Rusa de 1998, la devaluación Brasileña de 1999 y la Crisis Argentina del 2001. Todas estas crisis tienen un impacto directo sobre drivers de las economías como ser tasas de interés disponibles para financiar proyectos, aumento de la inflación, menor predictibilidad, aumento del riesgo país, caída el PBI, etc.

Yendo de lo general a lo particular, en mercados emergentes como el nuestro, las oportunidades de acceso a financiación son muy restringidas.

En el momento de la toma de decisión de realizar una inversión, el propietario de la empresa, es el que financia, por lo menos en un 50%, su propio proyecto. En este punto comienza a tener un rol crucial el Costo de oportunidad de Capital que deben asumir, conviene invertir en el proyecto “Mi Empresa”, o ese mismo dinero lo invierto en el Mercado de Capitales?, pregunta clave en cualquier toma de decisiones.

En un mercado emergente, este costo de capital se ve incidido por factores externos a la empresa en si misma como ser costo de deuda a la que pueden acceder (capital de terceros disponible), el riesgo país, etc.

La primera parte de esta investigación se centro en tratar de dilucidar cuanto afecta el riesgo país en el costo de oportunidad de capital. A los efectos de medir su incidencia se realizo el ejercicio de determinar el costo de oportunidad de capital ante dos escenarios, uno que considera el riesgo país y otro que no lo considera. Del análisis se obtuvo el siguiente resultado:



Tesis de graduación - 2003

Empresa	WACC S/CR Promedio '97-00	WACC C/CR Promedio '97-00	Diferencia
1	8%	10%	2%
2	49%	51%	1%
3	36%	38%	2%
4	17%	18%	1%
5	10%	11%	2%
6	15%	16%	2%
7	12%	14%	2%
9	11%	14%	3%
9	25%	26%	1%
10	15%	17%	1%
11	13%	15%	2%
12	8%	10%	2%
13	9%	11%	2%
14	15%	17%	2%
15	12%	13%	1%
	17%	19%	2%

Como podemos observar, si detraemos el riesgo país al costo de capital, en promedio estamos reduciendo el mismo solo un 2%. Por lo expuesto, su incidencia no es tan significativa, si se considera el periodo de estabilidad económica que atravesaban las empresas en el periodo bajo análisis.

Una vez determinado el costo de capital, se procedió a calcular la destrucción o creación de valor de las empresas que componen la muestra. Para ello se utilizó el indicador denominado Utilidad Económica, que mide la rentabilidad considerando el capital utilizado y su costo, independientemente de las magnitudes relativas de los resultados. Del análisis realizado se desprende que, durante el periodo '97-00 las empresas bajo análisis han destruido valor acumulado por U\$ 11,6 millones, lo que equivale al 10% del capital invertido.

En el cuadro siguiente podemos observar la performance de cada una de las empresas que formaron parte de la muestra.

Destruccion / Creacion de Valor periodo 1997 - 2000

Empresas	Utilidad Economica \$ con Country Risk	Utilidad Economica \$ sin Country Risk	Activos promedios Invertidos	Porcentaje sobre Activos - Con C.Risk	Porcentaje sobre Activos -Sin C.Risk
1	\$ (84.93)	\$ (28.68)	\$ 2,733	-3%	-1%
2	\$ (1,449.12)	\$ (1,405.63)	\$ 3,240	-45%	-43%
3	\$ (2,765.66)	\$ (2,571.70)	\$ 9,775	-28%	-26%
4	\$ (1,007.42)	\$ (924.64)	\$ 5,651	-18%	-16%
5	\$ 159.66	\$ 222.75	\$ 3,801	4%	6%
6	\$ (1,396.30)	\$ (1,200.65)	\$ 10,879	-13%	-11%
7	\$ (419.82)	\$ (345.53)	\$ 3,633	-12%	-10%
8	\$ (127.96)	\$ 56.78	\$ 6,833	-2%	1%
9	\$ (820.02)	\$ (781.37)	\$ 3,800	-22%	-21%
10	\$ (1,272.56)	\$ (1,153.58)	\$ 9,744	-13%	-12%
11	\$ (267.87)	\$ (216.53)	\$ 2,738	-10%	-8%
12	\$ (185.47)	\$ (73.91)	\$ 5,649	-3%	-1%
13	\$ 206.79	\$ 650.24	\$ 20,523	1%	3%
14	\$ (507.94)	\$ (435.58)	\$ 3,622	-14%	-12%
15	\$ (1,279.56)	\$ (1,064.17)	\$ 24,002	-5%	-4%
Total	\$ (11,585)	\$ (10,202)	\$ 116,621	-10%	-9%



Tesis de graduación - 2003

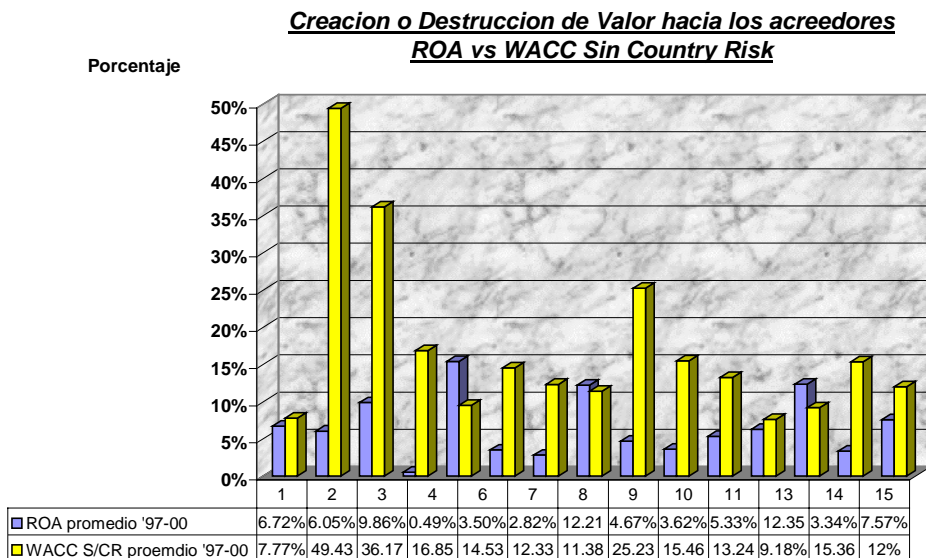
Como una primera conclusión podemos decir, que si al calculo del costo de capital le detraemos el componente de riesgo país, la destrucción de valor por parte de la empresas se reduce un 12% pasando a crear valor 3 de cada 15 empresas, lo cual revela que el resultado es consistente y no refleja casos aislados.

Las empresas están inmersas dentro de un ecosistema signado por la productividad y la creación de valor para los accionistas, por dicho motivo, el segundo paso de este análisis fue entender a quien castigaba mas la destrucción de valor, si a los accionistas o a los acreedores.

El retorno promedio de las inversiones realizadas por las empresas de la muestra bajo el periodo de análisis fue del 7% versus un costo de capital promedio (Wacc) del 19%, este ultimo considerando el riesgo país y del 17%, sin considerarlo.

Este retorno tan bajo, muestra lo poco atractivo que puede resultar invertir en un país emergente en empresas de esta envergadura. Asimismo si comparamos este retorno contra el costo de mantener estos activos, vemos claramente que en caso que las empresas caigan en default, no alcanza el rendimiento que los mismos producen para poder repagar la deuda a los acreedores, produciéndose de esta forma una perdida paulatina de mercado, dado que los acreedores son una fuente de financiación indirecta que utilizan las empresas en los mercados emergentes.

A continuación encontraremos la comparación entre el rendimiento de los activos y el costo de capital.

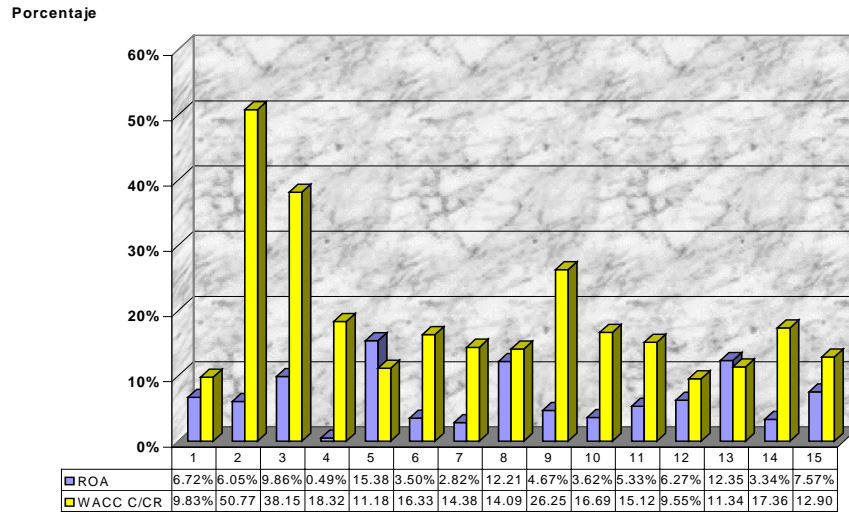


Company



Tesis de graduación - 2003

Creacion o Destruccion de Valor hacia los Acreeedores ROA vs WACC Con Country Risk



Company

Podemos concluir que en casi el 60% de los casos el costo de capital triplica el rendimiento de las inversiones, y que si al costo de capital le detraemos el componente riesgo país, solo reducimos el costo en dos puntos. Por tal motivo, no solo el componente riesgo país tiene una importancia significativa al momento de calcular el costo de capital, sino que el costo de la deuda es también un componente fundamental.

Durante el periodo bajo análisis, las empresas de la muestra, para poder financiar sus proyectos, han tenido que absorber en su costo de capital un costo de deuda promedio del 34%. La estructura de financiación tuvo un promedio del 54% deuda y 46% capital propio.

Empresa	Yield Promedio 97-00	Debt To Value 97-00
1	6%	45%
2	109%	64%
3	98%	47%
4	32%	61%
5	12%	56%
6	26%	52%
7	26%	45%
8	20%	28%
9	47%	73%
10	27%	67%
11	22%	50%
12	9%	47%
13	12%	58%
14	35%	46%
15	20%	76%
Promedio	34%	54%



Tesis de graduación - 2003

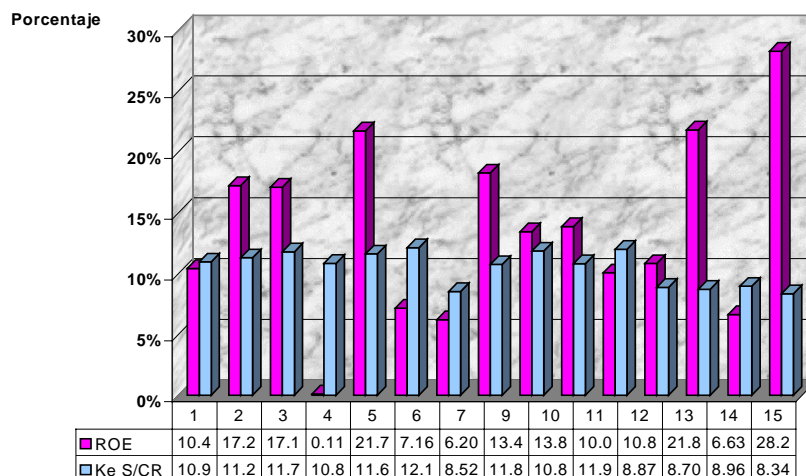
El altísimo costo se debe a varias razones. Nuestro Sistema Financiero, se orienta a asistir a las empresas mirando la performance pasada, castigando a aquellas empresas que no han tenido resultados exitosos en el pasado, dejándolas sin financiación, y asistiendo solo a aquellas que han demostrado ser capaces de obtener ganancias en Ejercicios Económicos consecutivos, como así también, poca exposición a deuda y altos márgenes de contribución.

El sistema es reticente a ofrecer financiamiento a aquellas empresas que no tienen una historia crediticia en el mercado, dejando a estas solo con acceso a una financiación que le permite enfrentar su día a día. El sistema carece de una cultura de financiar proyectos hacia futuro, a empresas de este tamaño, por lo cual a los propietarios de las PyMEs no les queda otra alternativa que financiar sus proyectos a través de préstamos para mantenimiento de capital de trabajo, encareciendo de esta forma su costo de deuda. El sistema financiero, en la mayoría de los casos, fija la tasa de financiamiento en función a la performance pasada de la empresa, o en función a la performance de la industria en general donde se desarrolla dicha empresa, por lo cual si la misma no es del todo buena, inmediatamente es castigada con un costo de deuda alto, a modo de cubrirse el sistema de su imposibilidad de repago.

Ante este escenario de escasez de fondos para emprender inversiones a mediano y largo plazo, es indispensable que los propietarios de las PyMEs inviertan su patrimonio personal en las mismas, para poder llevar adelante su proyecto. Este es el punto de partida donde se comienza a mezclar la billetera del propietario y la billetera de la empresa, dando nacimiento a un conflicto de intereses.

El retorno promedio que obtuvieron los propietarios de las PyMEs por su capital invertido bajo el periodo de análisis fue del 13,54% vs. un costo de capital propio promedio (K_e) del 10.49%, sin contemplar el riesgo país, y del 14.22% considerándolo. A continuación encontramos la performance del Retorno sobre el Capital de las empresas bajo análisis.

Creacion o Destruccion de Valor hacia los accionistas
ROE Vs K_e Sin Country Risk

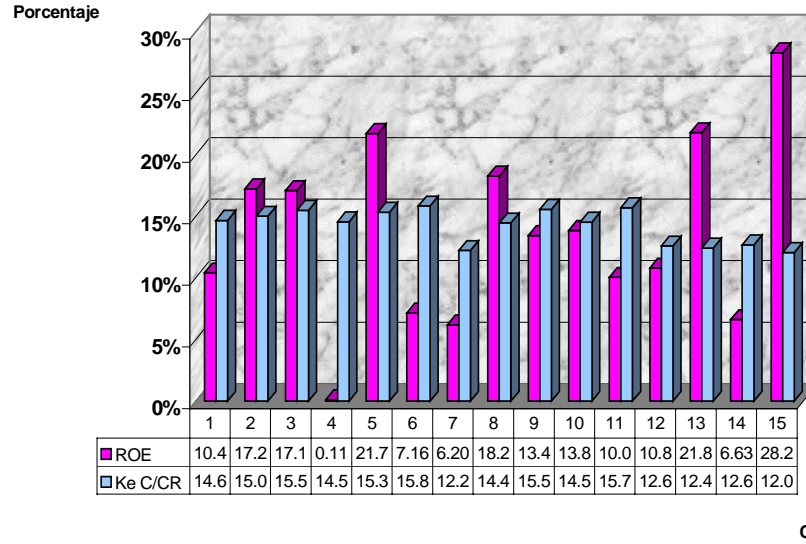


Company



Tesis de graduación - 2003

Creacion o Destruccion de Valor hacia los accionistas ROE Vs Ke Con Country Risk



A diferencia del análisis realizado sobre la creación de valor hacia los acreedores, si se contempla el riesgo país en la determinación del costo de capital propio, 6 de las 15 empresas en la muestra crean valor para los accionistas, lo que equivale al 40%, pasando a 9 empresas en caso de no contemplar el riesgo país en la determinación del costo de capital propio, 60%.

	Cantidad de Empresas que destruyeron valor	Cantidad de Empresas Creacion de Valor
Ke promedio C/CR	9	6
Ke promedio S/CR	6	9
Wacc promedio S/CR	12	3
Wacc promedio C/CR	13	2
Utilidad Economica promedio S/CR	12	3
Utilidad Economica promedio C/CR	13	2

Indicadores	Ratio Promedio Con C/CR	Ratio Promedio S/CR
Ke	14%	10%
Wacc	19%	17%
Riesgo Pais 3.73%		
Debt Yied Promedio 34%		

Nota: Sin Country Risk (S/ CR)
Con Country Risk (C/CR)
Ke (Costo de Capital Propio)



Tesis de graduación - 2003

Destruccion / Creacion de Valor periodo 1997 - 2000

Empresas	Utilidad Economica \$ C/CR	Utilidad Economica \$ S/CR	ROA promedio	Wacc Promedio C/CR	ROE promedio	Debt To Value Promedio	Debt Yield Promedio
1	\$ (84.93)	\$ (28.68)	7%	10%	10%	45%	6%
2	\$ (1,449.12)	\$ (1,405.63)	6%	51%	17%	64%	109%
3	\$ (2,765.66)	\$ (2,571.70)	10%	38%	17%	47%	98%
4	\$ (1,007.42)	\$ (924.64)	0%	18%	0%	61%	32%
5	\$ 159.66	\$ 222.75	15%	11%	22%	56%	12%
6	\$ (1,396.30)	\$ (1,200.65)	4%	16%	7%	52%	26%
7	\$ (419.82)	\$ (345.53)	3%	14%	6%	45%	26%
8	\$ (127.96)	\$ 56.78	12%	14%	18%	28%	20%
9	\$ (820.02)	\$ (781.37)	5%	26%	13%	73%	47%
10	\$ (1,272.56)	\$ (1,153.58)	4%	17%	14%	67%	27%
11	\$ (267.87)	\$ (216.53)	5%	15%	10%	50%	22%
12	\$ (185.47)	\$ (73.91)	6%	10%	11%	47%	9%
13	\$ 206.79	\$ 650.24	12%	11%	22%	58%	12%
14	\$ (507.94)	\$ (435.58)	3%	17%	7%	46%	35%
15	\$ (1,279.56)	\$ (1,064.17)	8%	13%	28%	76%	20%
Total	\$ (11,585)	\$ (10,202)	7%	19%	14%	54%	34%

Podemos observar que las únicas 2 empresas que crearon valor total, es decir para sus acreedores y para sus accionistas tuvieron un rendimiento promedio de sus activos del 13.5% y un costo de deuda del 12%.

De todo este análisis podemos llegar a la conclusión que en países emergentes como el nuestro, al momento de determinar si una empresa crea o destruye valor, el riesgo país es un componente más que afecta al costo de capital.

La destrucción de valor en el contexto en el que se desarrollan las empresas es generada por:

- Rendimientos de activos muy escasos
- Alto costo de deuda absorbido en el costo de capital
- Riesgo País

A efecto de construir empresas exitosas en el futuro, los dueños de las PyMEs deberán replantearse sus prioridades en este orden, de lo contrario sus empresas terminaran desapareciendo en el corto plazo, porque el Retorno sobre el capital propio se ira deteriorando, produciendo también la destrucción de valor hacia los accionistas, quienes querrán salirse en busca de inversiones mas rentables haciendo que sus negocios terminen cerrando.

A los efectos de poder demostrarlo, en el ejercicio de valuación, se determino el valor de cada una de las empresas considerando el Terminal Value, a modo de poder determinar el monto total invertido en la empresa en todo su ciclo de vida y entender si dicha inversión es recuperada en el futuro. Al igual que cuando se realizo la estimación del costo de capital, se contemplaron dos escenarios uno que considero el riesgo país y otro que lo excluyo. Se comparo el Net Present Value Total de la Firma contra el Market Firm Capitalization, con la siguiente salvedad, este último dato es a valor libros, porque las empresas en cuestión no cotizan en bolsa. En el siguiente cuadro encontramos un resumen de los valores obtenidos.



Tesis de graduación - 2003

Recupero de la Inversión

Empresa	NPV Total Firm C/CR	NPV Total Firm S/CR	Market Firm Capitalization U\$S	% de Recupero C/CR	% de Recupero S/CR
1	\$ 1,307.80	\$ 1,619.44	\$ 3,495.00	37%	46%
2	\$ 1,181.92	\$ 1,395.40	\$ 3,426.00	34%	41%
3	\$ 7,827.31	\$ 9,353.53	\$ 12,346.00	63%	76%
4	\$ 1,165.28	\$ 1,559.80	\$ 5,940.00	20%	26%
5	\$ 1,785.35	\$ 2,192.17	\$ 3,794.00	47%	58%
6	\$ 1,305.88	\$ 1,658.11	\$ 11,152.00	12%	15%
7	\$ (4,324.76)	\$ (5,599.57)	\$ 3,110.00	-139%	-180%
8	\$ 8,637.01	\$ 12,383.99	\$ 6,234.00	139%	199%
9	\$ 1,617.72	\$ 1,941.11	\$ 3,543.00	46%	55%
10	\$ 11,864.65	\$ 14,941.09	\$ 5,981.00	198%	250%
11	\$ 2,921.05	\$ 3,695.11	\$ 2,761.00	106%	134%
12	\$ 2,187.19	\$ 2,912.38	\$ 5,336.00	41%	55%
13	\$ 19,382.14	\$ 27,458.85	\$ 22,533.00	86%	122%
14	\$ 585.43	\$ 1,448.59	\$ 3,502.00	17%	41%
15	\$ 33,390.53	\$ 40,911.12	\$ 27,033.00	124%	151%
Total			\$ 120,186.00	55%	73%

Como podemos Observar solo 4 de las 15 empresas recuperaran, siempre y cuando sigan con la misma performance que hasta ahora, la inversión realizada.

Podemos concluir claramente que el mayor costo de capital es solo uno de los muchos desafíos que enfrentan las PyMEs en la Argentina, y que existen, por lo tanto, importantes oportunidades de mejorar el desempeño de estas empresas que no dependen exclusivamente en reducir el riesgo país.



II.B. Contexto interno de las Empresas

Existe, por otra parte, causas internas que explican la performance de las empresas Argentinas. Según datos del Observatorio Permanente de las PyMEs (Pequeñas y Medianas Empresas), el 71% son empresas familiares. El 61% de sus propietarios no posee formación universitaria y el 84% afirma que los próximos directores serán miembros de la familia.

El objetivo principal que tienen las empresas familiares al momento de su creación es asegurar el futuro de la familia. Según una investigación realizada por Carlos Kaplun, la empresa familiar es un sistema de 3 círculos, donde se superponen (total o parcialmente) la empresa, la familia y el management. El dilema que enfrentan es, dedicarse simplemente a sobrevivir o, si además, deben tratar de crecer.

Dentro de la empresa familiar, la posición del propietario y gerente se encuentra fusionada en una sola persona, su dueño. El desarrollo de la empresa se focaliza en una primera etapa en obtener resultados a corto plazo, dar empleo a los miembros de la familia y alcanzar una ganancia.

La planificación y conducción, se va construyendo sobre la marcha, y las reglas de juego para los integrantes no son claras. No hay una cultura por parte de los dueños de creación de valor.

La pirámide organizacional en la que se desarrollan, no contempla delegación de mando y toma de decisiones, todo se concentra en el propietario. Este tipo de organización con lleva a la pérdida de foco en el negocio y como consecuencia la pérdida de oportunidades.

Se carece de cultura de creación de valor, porque los dueños son los propios accionistas y en definitiva, las cuentas se las tienen que rendir a ellos mismos. Volviendo al análisis que se realizó sobre la creación de valor, 6 de 15 empresas crearon valor para sus accionistas, vs. 3 de 15 que crearon valor para sus acreedores. Esto explica el foco en generar mayor Retorno sobre capital propio, descuidando en si el rendimiento en general de toda la empresa.

Otro de los factores es la falta de una dirección clara, que apoye esta cultura y de sistemas de incentivos ligados a la creación de valor. No poseen en su mayoría herramientas de gestión que permitan identificar los caminos que conducen a la creación de valor para medir el impacto en la toma de decisiones en términos de valor generado.

Una empresa familiar podría ser mucho más eficiente si una figura externa a la familia se encargara de la dirección, de esta forma se comenzarían a suprimir los conflictos de intereses entre el patrimonio personal y el de la empresa.

Es indispensable la figura de un asesor externo que pueda tener una visión objetiva del negocio, planificando y encontrando oportunidades de crecimiento.



Tesis de graduación - 2003

Las empresas que desarrollan una cultura de orientación hacia el valor en toda su organización, habitualmente se destacan por realizar inversiones eficientes. Si recordamos los rendimientos promedios que han generado las empresas de la muestra al rededor del 7%, vemos claramente que estas empresas no están enfocadas a generar valor, sino a tratar de salir del paso.

Los dueños de las PyMEs tienen un desafío importante para el futuro, organizarse como un verdadera empresa y no como la extensión del círculo familiar. En la medida que puedan comenzar a separar a los integrantes de la familia de la empresa, e incorporarlos como verdaderos accionistas, sumándole a esto una cultura enfocada a la creación de valor, obtendrán doble beneficio, asegurar el bienestar de su familia y empresas exitosas que pasen de ser PyMEs a ser grandes empresas, este último paso lograron darlas solo unas muy pocas como ser Benetton, Loma Negra, entre otras, que tuvieron esta visión.



III. Conclusión

La situación macroeconómica tiene, claramente, efectos determinantes para la creación de valor por parte de las empresas, pero su organización interna también tiene una gran incidencia.

En mercados emergentes como el nuestro, las empresas deben asumir un alto costo de capital, el cual se ve incidido por :

1. Un costo alto de deuda
2. Riesgo País

Podemos concluir que solo 2 de cada 15 empresas de la envergadura de las analizadas crea valor en un mercado emergente, en el que hay que considerar como uno de los componentes de su costo de capital al Riesgo País y que si en el mejor de los casos, se detrae este componente, solo 3 de cada 15 empresas crea valor.

El estudio realizado muestra claramente que en los últimos años, las mismas han destruido valor acumulado por cerca de los U\$ 11,6 millones, lo que equivale a casi un 10% de su capital invertido.

El Riesgo País y sus consecuencias para la sociedad son solo un desafío que tienen que enfrentar los propietarios de las PyMEs. Un mejor desarrollo del mercado financiero, como así también el mercado de capitales, tendría un impacto positivo en los costos de financiación, diferenciando de esta forma la billetera personal del propietario y la de la empresa. A estas variables de contexto externo hay que sumarle, además, la ventaja competitiva interna que tienen las PyMEs, para mejorar su performance creando una cultura orientada a establecerse como una empresa con visión de negocio a largo plazo y no limitar la vida de la misma solo a crear utilidades positivas en el corto plazo.

La modernización de los sistemas de dirección y sobretudo la creación de una cultura que facilite la creación de valor, son asignaturas pendientes de los empresarios argentinos.

Las grandes unidades económicas, cada día, necesitan más de este tipo de empresas, que son las que en definitiva comercializaran sus productos y servicios. La falta de conciencia por parte de los propietarios de las PyMEs, podría llevar a que grandes empresas terminen por comprar unidades de negocios mas pequeñas, para poder asegurarse su propio crecimiento, evitando dejar de esta forma su suerte librada al azar.



IV. Referencia bibliográfica

- Gestión en Empresas de Familia – Carlos Kaplun – (Fuente: Mercado)
- Value Creation and Its Measurement: A Critical Look at Eva – Ignacio Velez Pareja.
- Informe de Salomon Smith Barney sobre Betas en el Mercado Latioamericano
- Country Risk : Informe del J. P. Morgan
- Las Empresas que destruyen valor – McKinsey
- Evidence on Eva – Gary C. Biddle
- Indec
- Revista la Nación – Articulo sobre PyMEs



V. Anexo