

Valuación de negocios en marcha marco conceptual

Por: Ing. José Domingo Figueroa Palacios

Antecedentes

La manera de hacer negocios está evolucionando constante y aceleradamente; mercados altamente competitivos y volátiles, globalización, adelantos tecnológicos en comunicación y manejo de la información, regulaciones ambientales, entre otros factores, se han combinado y conforman lo que se denomina "ambiente turbulento", lo cual implica mayores riesgos consecuentes, pero también crecientes oportunidades para aquellos negocios que puedan entender esta

nueva relación riesgo/rendimiento.

Encontrar formas más adecuadas para identificar, medir y administrar esta relación, proporcionará a las empresas una clara ventaja competitiva, pues les darán mejores herramientas para diagnosticar problemas, encontrar soluciones y anticipar consecuencias.

La valuación de negocios en marcha es un método que permite identificar, medir y administrar esta relación riesgo/ren-

dimiento, además de que constituye un proceso fundamental en todas las operaciones de adquisición, venta, fusión, análisis de inversiones, colocación de capitales en bolsa, y en muchos casos, para evaluar y remunerar a directivos. La valuación de negocios también permite medir el impacto de las diferentes políticas de la empresa en la creación, transferencia y destrucción de valor. Este método de valuación, cuya relevancia radica precisamente en lo antes expuesto, se describe a continuación.

CONSEJO DIRECTIVO NACIONAL 2005

C.P. Ricardo Ancona Sánchez

Presidente

C.P. Eduardo Vargas Priego

Presidente Coordinador Area Técnica

IQ MBA Juan Carlos Erdozain

Rivera

Secretario CDN y Director General IMEF

COMITÉ TÉCNICO NACIONAL

DE FINANZAS CORPORATIVAS

PRESIDENTE

Lic. Javier Hernández López

MIEMBROS

Act. José Ma. Alcántara Jiménez
 C.P. Lourdes Corrales Castro
 Ing. Emilio Illanes Díaz Rivera
 C.P. Luis Mariano Enríquez Barrios
 C.P. José Luis Espindola Espinosa
 Lic. Alfredo Fonseca Urbina
 Ing. Alfredo Giorgana de la Concha
 Dr. Juan Carlos Goyenechea
 Fernández de J.
 C.P. Horacio Magaña Sesma
 Dr. Javier Márquez-Diez Canedo
 Dr. Rubén Martínez Vera
 C.P. Alberto Navarro Rodríguez
 Lic. Manuel Pérez Cruz
 Lic. Andrea Gabriela Ramírez
 Lic. Roberto Reyes Chávez
 Lic. Michael Schwandt
 LAE. Y C.P. Alfonso Stransky Paniagua
 Lic. Karel Van Laack
 Dr. Alejandro Violante Morlock
 Lic. Jorge Zúñiga Carrasco
 C.P. Manuel Osuna Fernández
 Ing. José Domingo Figueroa Palacios
 C.P. Juan Hernández Salazar
 Lic. Gustavo Matus Pacheco
 C.P. Víctor L. Esquivel Romero
 C.P. Arturo Arteaga Magallon
 C.P. Enrique Marban Chapman
 C.P. Fernando Lozano
 Dr. Luis Haime Levy
 Ing. Eduardo Riveroll Nava
 Ing. Jaime de la Torre Pérez
 Lic. Daniel Laniado Seade
 C.P.C. Irma Ornelas Valle
 Ing. Jorge Santibañez Andonegui
 C.P. Pedro Hernández Guerrero
 Ing. Ricardo Guerrero Lara
 C.P. Gerardo Serrano Alvarado

Lic. Martha Arellano Fuentes

Coordinador del Comité

Técnico Nacional

de Finanzas Corporativas

Valor de un Negocio en Marcha

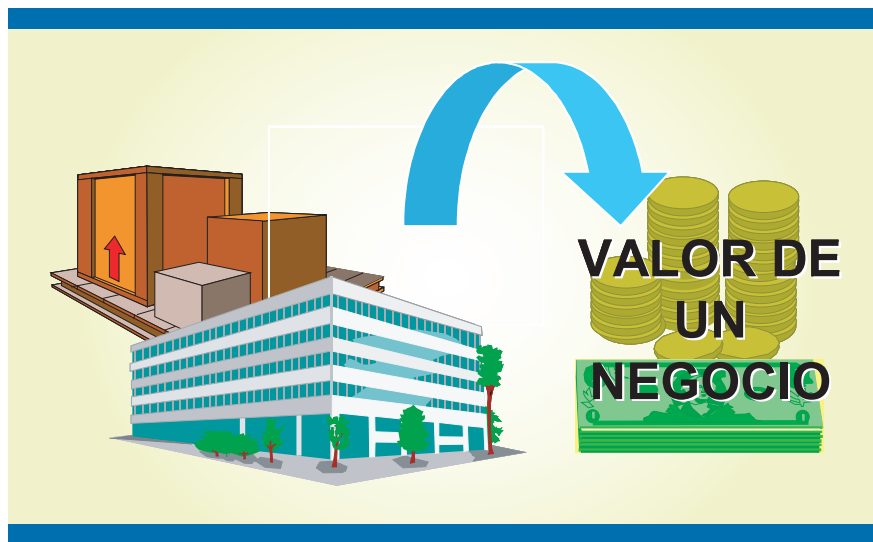
Un negocio -que puede ser una unidad económica o una empresa¹-, es una actividad económica que se realiza con el fin de obtener una ganancia, lucro o utilidad; está constituido por un conjunto de activos fijos vinculados a intangibles e integrados conforme a un conjunto de tecnologías que le permiten producir bienes o prestar servicios en condiciones definidas de calidad y costo.

Por lo anterior, el valor de un negocio, suponiendo su continuidad, proviene de su capacidad para generar dinero (flujo de efectivo) para los propietarios. Por esto, el método más apropiado para valorar

un negocio es el de “descontar” los flujos de efectivo futuros esperados.

El valor de un negocio se da en función de las condiciones actuales y futuras de un conjunto de factores internos y externos del propio negocio, que pueden o no interactuar entre sí y de los cuales depende su operación, estructura del flujo de efectivo y por lo tanto, los valores de oportunidad² que puede adquirir el negocio. Por lo anterior, un negocio no tiene un valor único, ya que éste depende de la identificación y explotación de oportunidades en esos factores.

Entre los principales factores, podemos mencionar cuatro:



¹ La unidad económica es el conjunto de activos fijos -terrenos, construcciones, instalaciones, maquinaria, mobiliario y equipo- integrados conforme a una tecnología que les permite, en condiciones definidas de calidad y costo, producir bienes o prestar servicios. La unidad económica carece de personalidad jurídica, es independiente de la persona física o moral que es su propietaria y por lo tanto, no incluye a los activos circulantes ni a los pasivos reales o contingentes. Como empresa, se entiende a la persona física o moral, propietaria de los activos fijos que constituyen la unidad económica y de los activos circulantes, además es responsable de los pasivos reales o contingentes y gobierna la operación y el desarrollo de la unidad económica.

² El Valor de Oportunidad mide las expectativas de rentabilidad futura de un bien o servicio.

- **Los aspectos económicos:** Estos influyen en el valor de oportunidad del negocio, de acuerdo a las perspectivas actuales y futuras de la economía o economías a las cuales pertenece el mercado objetivo del negocio valuado.
- **El posicionamiento competitivo del negocio dentro del sector:** El valor de oportunidad del negocio, también varía de acuerdo al posicionamiento competitivo en el sector al que pertenece. Aquí hay que contestar preguntas tales como: Qué fuerzas mueven a la competencia en un sector de actividad, quiénes son los competidores potenciales, cuál es la fuerza de los proveedores, la fuerza de los compradores, los productos sustitutos y la rivalidad de los competidores actuales en el sector.
- **Las características propias del negocio:** El análisis de las características propias del negocio, tales como tecnología, procesos, esquemas de comercialización, canales de distribución, proveedores, organización, administración, recursos humanos, entre otros, permitirá identificar valores ocultos en la empresa, que pueden ser explotados a través de reestructuraciones, desinversiones, sinergias o economías de escala.
- **Las motivaciones de los agentes económicos:** El último de los factores, las motivaciones de los agentes económicos, considera que los análisis para determinar el valor del negocio en marcha, se realizan desde las perspectivas de los agentes económicos, reales o potenciales, interesados en comprar o vender el negocio. En general, un negocio tiene distintos valores de oportunidad para diversos compradores y también puede tener distinto valor para el comprador y el vendedor; esto se debe principalmente a las diferentes percepciones de los agentes económicos participantes. Por ejemplo, una empresa extranjera muy avanzada tecnológicamente, desea adquirir otra empresa nacional para penetrar en nuestro mercado aprove-

chando el renombre de la marca local. En este caso, el comprador extranjero sólo valorará la marca y no las instalaciones, maquinaria y otros activos fijos, ya que él mismo dispone de activos tecnológicamente más avanzados. Por otro lado, el vendedor sí valorará sus recursos materiales, ya que están en situación de continuar produciendo. Desde el punto de vista del primero, se trata de determinar, en cierta medida, el valor máximo que debería estar dispuesto a pagar por lo que le aportará la empresa a adquirir; desde el punto de vista del vendedor, se trata de determinar cuál será el valor mínimo al que debería aceptar la operación. Estas dos cifras establecen así un espacio de negociación, a partir del cual finalmente se acuerda un precio, ubicado generalmente en algún punto intermedio. Pero también el valor del negocio puede ser distinto para los agentes económicos participantes, en función de la percepción, que cada uno de ellos tiene, del riesgo del negocio.



De lo anterior, podemos decir que un negocio en marcha puede adquirir distintos valores de oportunidad, los cuales determinan un "espacio de negociación". Este espacio es un rango de valores con un límite máximo y uno mínimo, dentro del cual se determina el precio del negocio en función del valor de oportunidad, tanto para el vendedor como para el comprador y, según sea el caso, también para un tercero.

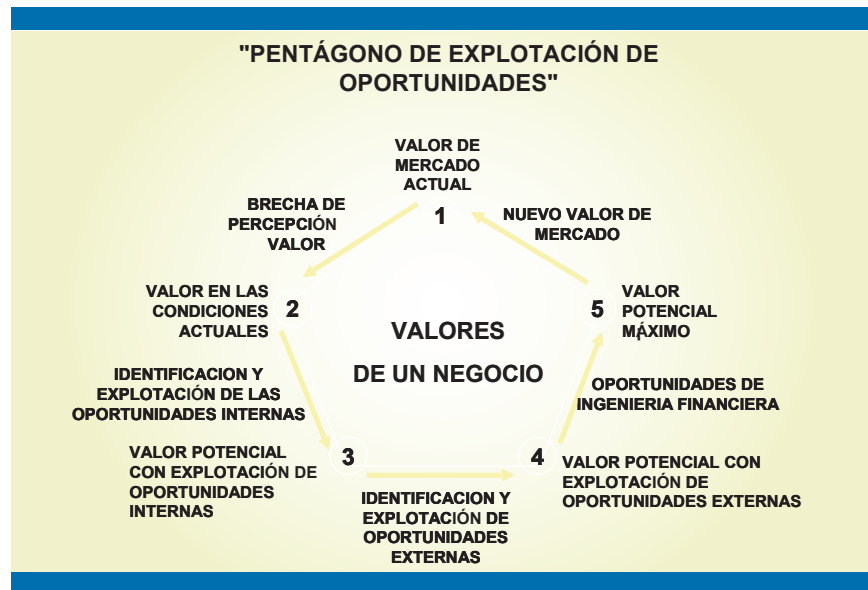
Proceso de Valuación de Negocios en Marcha

En cuanto al proceso de valuación, como se mencionó anteriormente, se parte de que el valor de un negocio se deriva exclusivamente de su capacidad para generar flujos de efectivo.

Por lo tanto, el método del "Flujo de Efectivo Descontado" es el más adecuado para valuar un negocio en marcha, ya que además de basarse en la generación de efectivo -incorporando los riesgos relevantes asociados a los flujos-, lo hace no de cara al pasado, sino al futuro, con base en proyecciones financieras que presuponen un profundo análisis del negocio, de su entorno

económico, de su sector y de los agentes económicos participantes.

Los valores de oportunidad que puede adquirir un negocio, aplicando el método del flujo de efectivo descontado, se puede describir mediante el "Pentágono de Explotación de Oportunidades"³, en el cual, conforme se van identificando y explotando oportunidades⁴ en los factores internos y/o externos, el negocio adquiere distintos valores:



- 1) Valor de mercado actual, es el valor de mercado que tiene el negocio; también se considera como el valor que el vendedor cree que tiene su negocio.
- 2) Valor en las condiciones actuales, es el valor del negocio valuado en las condiciones que opera el día de hoy, esto es, sin realizar ninguna explotación de oportunidades en los factores internos y externos.

Estos dos valores previos definen una brecha de percepción de valor.

- 3) Valor potencial con explotación de oportunidades internas, es el valor que adquiere el negocio valuado una vez que se realizó la identificación y explotación de los factores internos. Con la explotación de las oportunidades internas se corrigen deficiencias, se mejoran y optimizan procesos y se explotan nuevas oportunidades estratégicas, obteniéndose así un mayor valor del negocio.

³ Valuation; Copeland, Koller y Murrin.

⁴ Se deberá entender como "explotación de oportunidades", tanto a la identificación de oportunidades y su explotación, como a la identificación de deficiencias y su corrección.

4) **Valor potencial con explotación de oportunidades externas**, es el valor que adquiere el negocio una vez que se realizó la identificación y explotación de oportunidades externas. Con la explotación de las oportunidades externas se generan acciones estratégicas para los negocios del potencial comprador de la empresa valuada o para un tercero; esto es, el negocio representa un valor de oportunidad para los negocios del comprador o de un tercero y, por lo tanto, éstos podrían estar dispuestos a pagar por arriba del valor en las condiciones actuales y del valor potencial con explotación de oportunidades internas.

5) **Valor potencial máximo**, es el valor que adquiere el negocio valuado una vez que se realizó la identificación y explotación de las oportunidades de ingeniería financiera. Es el máximo valor que podría tener el negocio para el comprador potencial.

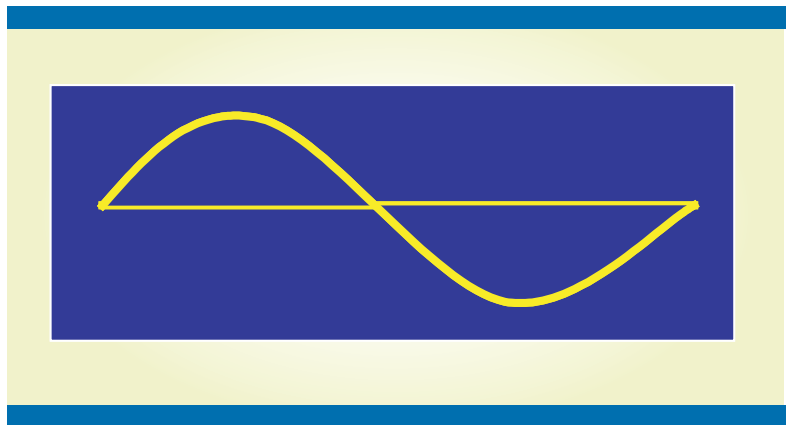
Para valuar cada uno de los valores del Pentágono de Explotación de Oportunidades, se plantean diversos escenarios de análisis, mediante la estructuración de flujos de efectivo,

que permitan incorporar la identificación y explotación de dichas oportunidades, así como los riesgos relevantes asociados a los flujos.

Los flujos de efectivo planteados para cada uno de los escenarios de análisis, deberán ser descontados mediante una tasa de descuento que incorpore adecuadamente el riesgo del mercado desde la perspectiva del agente económico que se esté analizando. La tasa de descuento apropiada, deberá ser mayor a una tasa libre de riesgo, pues deberá incorporar una prima por riesgos.

Finalmente, otra variable que tiene un impacto importante en el valor del negocio, es el horizonte de valuación, que dependerá de las características propias de cada negocio en marcha, al final del cual se deberá considerar un valor de rescate de los activos. El horizonte de valuación deberá cubrir un período suficientemente extenso, que permita al negocio añadir valor y un lapso adicional para estabilizar el valor agregado, siempre tomando en cuenta los ciclos económicos y los de la propia empresa.

Es muy importante, en empresas que tienen ciclos muy marcados, incorporar ciclos completos, porque de otra manera, el valor de la empresa tendrá un "sesgo", al ser sobrevaluada ó subvaluada.



Para determinar el valor de rescate de los activos, en algunos casos, se podrá considerar un valor continuo del negocio, asumiendo su operación a perpetuidad, o en otros, considerar el valor de rescate de los activos.

Así pues, los valores de oportunidad obtenidos para cada escenario analizado, definen el espacio de negociación.

Equipo Multidisciplinario

La valuación de negocios en marcha requiere generalmente de la participación de un equipo consultor multidisciplinario, el cual puede integrarse por especialistas del negocio valuado, tecnólogos, economistas, financieros, fiscalistas, abogados, ambientalistas, entre otros.

Conclusiones

La valuación de negocios en marcha es un método que permite identificar, medir y administrar la relación riesgo/rendimiento, además de que constituye un proceso fundamental en todas las operaciones de adquisición, venta, fusión, análisis de inversiones, colocación de capitales en bolsa, y en muchos casos, para evaluar y remunerar a directivos; también permite medir el impacto de las diferentes políticas de la empresa en la creación, trans-

ferencia y destrucción de valor. En el proceso de valuación de empresas o de unidades económicas, se deberá tener en cuenta lo siguiente:

- El valor de un negocio proviene de su capacidad de generar flujo de efectivo (dinero).
- El método más apropiado para valorar un negocio es el "Flujo de Efectivo Descontado".
- Los principales factores que condicionan el valor de un negocio son: los económicos, el posicionamiento dentro del sector, la operación del negocio y las motivaciones de los agentes económicos.
- Un negocio no tiene un valor único, ya que este depende de la identificación y explotación de oportunidades en esos factores.
- La identificación y explotación de oportunidades depende de la percepción que tengan sobre el negocio los diversos agentes económicos interesados en él.
- Resultado de la valuación, se obtiene un espacio de negociación dentro del cual

se determina finalmente el precio del negocio, en función del valor de oportunidad, tanto para el vendedor como para el comprador y, según sea el caso, también para un tercero.

- En empresas que tienen ciclos económicos muy marcados, al establecer el horizonte de valuación, es muy importante incorporar ciclos completos, porque de otra manera, el valor de la empresa tendrá un "sesgo", al ser sobrevaluada o subvaluada.
- Finalmente, se deberá realizar una correcta conceptualización y aplicación de las variables que inciden en el modelo financiero (costos, gastos, depreciación, impuestos, valores de rescate, pasivos reales o contingentes, entre otras), ya que de no hacerlo, en lugar de determinar valores reales para la empresa o unidad económica, se obtendrán valores aparentes. Es por lo anterior, que la valuación de negocios en marcha requiere generalmente de la participación de un equipo consultor multidisciplinario.

ESTIMADO SOCIO

Cualquier comentario, observación o sugerencia a este Boletín, favor de hacerlo llegar directamente al autor. Por: Ing. José Domingo Figueroa Palacios
e-mail: jdfigueroa@afh.com.mx