

Los enfoques de valuación de las organizaciones

Tapia, Gustavo N.

1. Introducción

La necesidad de valorar las empresas es cada vez más necesaria debido fundamentalmente al aumento de fusiones y adquisiciones en los últimos años. Este hecho ha traído como consecuencia la necesidad de buscar la forma y modo de valoración más real posible acerca del valor de la empresa en el mercado.

En el mundo actual, los hombres de negocios constantemente toman decisiones estratégicas en el sentido de adquirir nuevas unidades de negocios, fusionarse y vender líneas de negocio no estratégicas. Para poder tomar estas decisiones, los ejecutivos requieren contar con información que les permita determinar un valor referencial de negociación. En este estudio es importante incorporar el concepto de la capacidad de la organización de generar valor. De esta forma, a la hora de negociar una venta, no sólo se considera el valor patrimonial actual y futuro de la empresa, sino también el valor de sus capacidades organizacionales.

La finalidad de este trabajo es dar a conocer la importancia de los métodos más utilizados a través de los cuales se realizan la valoración de empresas, en el intento de pretender ser atractivas para los inversionistas que buscan la creación de valor.

Adicionalmente, la información, que hasta hace no mucho se consideró un factor productivo determinante en procesos tales como la valoración de carteras o de la propia empresa, se convierte, al amparo de un paradigma teórico emergente, en un recurso específico susceptible de ser capitalizado y, por tanto, digno de ser valorado como parte de la empresa. La información puede ser estudiada como costo o como activo, o clasificarse, desde el primer punto de vista, en función del origen, el grado de registro o el fenómeno a que se refiere; como activo, puede dividirse en humano, organizativo, tecnológico o relacional.

2. Valuación de la empresa

A) TEORÍA DE LA VALUACIÓN DE VALORES

Este proceso consta de dos etapas que son necesarias llevar a cabo para concluir con el requerimiento de valoración; una etapa de evaluación y una etapa de valoración propiamente dicha.

Etapa de evaluación. Corresponde al llamado "due diligence" (debida diligencia), que es el proceso que debe efectuar todo potencial inversionista para conocer la empresa que desea adquirir, identificando los riesgos y las situaciones particulares. Sus objetivos dependen de las circunstancias particulares y de aversión al riesgo del inversionista. Este proceso se centra principalmente en auditar detalladamente los estados financieros de la compañía, hacer verificaciones en terreno de sus principales activos tangibles y conocer su cultura organizacional. Este último punto tiene una importancia mayor ya que al hacer el "due diligence" sobre los estados financieros, se está evaluando principalmente los activos tangibles, pero ¿cuán importantes son los activos intangibles? ¿Qué cultura organizacional tiene la compañía? ¿Cuál es el nivel de sus trabajadores? ¿Cómo están estructurados sus pasivos?, entre otras interrogantes

Etapa de valoración. Corresponde a la determinación del valor que se pagará por la empresa con relación a la evaluación que se haga de la información. Es aquí donde se aplican los distintos métodos, los que se pueden agrupar en:

Métodos basados en el balance

Métodos basados en la cuenta de resultados

Métodos basados en el fondo de comercio

Métodos basados en el descuento de flujos de fondos

Métodos basados en la agregación de valor económico agregado (EVA).

B) MÉTODOS DE VALORACIÓN

Métodos estáticos

Se basan en el balance de la empresa.

No tienen en cuenta el futuro ni las oportunidades de crecimiento.

Es necesario valorar todos los activos a precios de mercado.

Las empresas con activos intangibles son difíciles de valorar (Vg. Servicios).

Métodos dinámicos

Tienen en cuenta el futuro.

El valor de la empresa contempla activos actuales y oportunidades de crecimiento.

Consideran el riesgo de la obtención de los flujos de caja futuros.

Obliga a realizar hipótesis sobre el futuro de la empresa.

Válido para todo tipo de empresas.

Permite identificar los factores que crean valor.

Métodos mixtos

Intentan recoger el presente y el futuro.

No son muy comunes de aplicación en los países menos desarrollados.

La parte estática es el valor substancial neto.

La parte dinámica corresponde al fondo de comercio y existe siempre que los resultados generados por la empresa superen el costo de los fondos propios.

Valoración por múltiplos

Consiste en encontrar unas razones de valor representativas de un sector, extrapolables a la empresa a valorar objetivo.

La dificultad radica en encontrar empresas comparables (tamaño, estructura financiera, mismo producto / servicio, etc.).

Es útil para obtener rangos de valoración de forma rápida.

Son fáciles y rápidos de aplicar. Se suelen calcular varios y obtener un rango.

Es un complemento al método de flujos de caja descontados.

C) PROCEDIMIENTO PARA LA VALUACIÓN

Flujos de efectivo descontados.

Métodos de los dividendos.

Modelo de valor económico agregado.

3. Diferentes enfoques de valuación de una empresa

ENFOQUE BASADO EN LOS COSTOS

Mediante este enfoque el valor de la patente es igual a los costos de I+D relacionados con la patente. Esta idea fundamental es el elemento clave de todos los enfoques relacionados con los costos. Existen variantes de este enfoque, tales como descontar la cuantía de los costos utilizando, por ejemplo, la tasa de inflación o bien teniendo en cuenta los costos de sustitución.

La principal desventaja de este enfoque es que no es realmente útil para las transacciones financieras porque o bien la cuantía del costo es demasiado elevada, con lo cual el valor de la patente es exagerado, o bien la cuantía del costo es demasiado baja, con lo cual el valor de las patentes se subestima. Ello significa que la evaluación media siempre falla. Sea lo que fuera, un enfoque basado en los costos puede ser muy útil para la gestión y el control de las operaciones.

ENFOQUE BASADO EN LOS INGRESOS

Con este enfoque, el valor de la patente es igual al flujo de ingresos que el titular de la patente tiene previsto obtener durante la vida de la patente. El valor actual puede calcularse actualizando estos ingresos relacionados con la patente. El valor actual resultante se considera valor de la patente.

La adopción del enfoque basado en los ingresos plantea dos desafíos: en primer lugar, la necesidad de disponer de una base de datos importante que permita tener una perspectiva fiable de los futuros ingresos

durante el período de duración de la patente.

En segundo lugar, la necesidad de saber exactamente qué parte de los ingresos de los productos está relacionada con el derecho de monopolio de una patente determinada.

En algunas industrias como las del sector farmacéutico, esto resulta fácil: existe un ingrediente activo de un producto que goza en un mercado determinado de una protección por patente. Pero cuando se trata de la industria automotriz, la cosa es bastante diferente: resulta imposible encontrar una relación de "uno a uno" entre una patente, un producto y un determinado valor.

La necesidad de contar con datos fiables hace que la evaluación de patentes mediante el enfoque basado en los ingresos resulte en la mayoría de los casos relativamente costosa y, según la fuente de datos, subjetiva. Por consiguiente, este enfoque basado en los ingresos no es tan útil para las transacciones financieras, especialmente en lo relativo a la evaluación de las garantías. Pero, por ejemplo, para los inversionistas de capital que están interesados en las ganancias de su inversión, el enfoque basado en los ingresos puede darles la información necesaria y por consiguiente el valor "correcto".

Existen algunas variantes del enfoque basado en ingresos, como el enfoque de las opciones reales. Pero en general, los problemas y las ventajas son los mismos que los que se analizaron antes con respecto al enfoque "simple" del flujo de efectivo actualizado.

ENFOQUE BASADO EN EL MERCADO

En la sociedad económica, se sabe perfectamente que el valor basado en el mercado es siempre el valor más fiable y más sólido que pueda existir para cualquier tipo de activo. En él se demuestra lo que el comprador está dispuesto a pagar por el activo y lo que el vendedor desea recibir al mismo tiempo.

4. Comparación de los procedimientos de valuación

4.1 FLUJO DE EFECTIVO DESCONTADO

Concentraremos nuestra atención en el enfoque basado en los flujos de efectivos descontados. El procedimiento requiere de la preparación de un buen pronóstico de los flujos de efectivo esperados a futuro y de una estimación teórica sólida de la tasa de descuento ajustada por el riesgo que sea coherente con la definición de flujos de efectivo. Para esto, vamos a considerar EL VALOR DE MERCADO DE UNA COMPAÑÍA como el valor máximo de tres alternativas:

VALOR DE MERCADO = MAX (Liquidación, negocio en marcha y venta a una tercera parte)

VALOR DE LIQUIDACIÓN: Es el monto que puede obtenerse si un activo o grupo de activos se vende en forma separada de la organización que lo utilizaba.

VALOR DEL NEGOCIO EN MARCHA: Es el valor de la compañía cuando ésta es operada al valor "tal cual" por la administración actual.

VENTA A UNA TERCERA PARTE: Es el valor que puede exceder al valor tal cual, si dicha tercera parte está dispuesto a pagar más, presumiblemente porque considere que podrá mejorar la forma en la que el negocio es operado.

El valor de una empresa es igual a la suma de sus infinitos flujos de caja descontados por el costo del capital (WACC). Este método plantea dos cuestiones iniciales que son la definición de:

a) Los flujos de caja (inversión)

b) La tasa de descuento o actualización (financiación) A este flujo inicial hay que deducirle las inversiones que sean precisas tanto en activo fijo como en circulante. Es por ello que el cash-flow total saldrá del cálculo siguiente:

Cash flow total = Beneficio de explotación después de impuestos + Amortizaciones -

Inversiones adicionales en activo fijo - inversiones adicionales en activo circulante

Una vez definida la forma de calcular el cash flow, nos preguntamos por el número de años que se utilizan. Se podría tener la tentación de creer que sólo se debe definir estos flujos durante un periodo de tiempo prudencial para no sentirse incómodos con las previsiones. Ello no es correcto puesto que no hay que olvidar que los métodos dinámicos no tienen en cuenta el balance actual y sólo valorarán los flujos futuros de la empresa. Por este motivo, aunque pueda parecer sorprendente, se deben calcular los infinitos flujos futuros.

Sin embargo, como estos flujos futuros serán valores actuales y que por lo tanto tienen una suma finita. Dicho de otro modo, un flujo de dinero dentro de 25 años tiene hoy un valor pequeño. Por ello en las valoraciones se suelen distinguir dos períodos:

Una primera fase donde se individualizan los flujos de caja y que suele durar entre 5 y 10 años.

Una segunda fase, donde se incorporan todos los infinitos flujos restantes, que se denomina valor terminal.

Es práctica común proyectar cash flows año tras año hasta que el nivel de inseguridad en las proyecciones incomoda tanto a la Dirección que no sigue más adelante. Aunque en la práctica varía con el sector, la política de gestión y las circunstancias especiales de la adquisición, cinco o diez años parece ser una duración de las proyecciones utilizada en muchas situaciones. Una mejor aproximación sugiere que la duración de las proyecciones de los cash flows debería continuar mientras la tasa de retorno esperada sobre la inversión marginal requerida para soportar el crecimiento previsto de ventas exceda el coste del capital. La fórmula de matemática financiera que nos permite calcular el valor actual de una renta perpetua cuyo primer capital es C, que crece a una tasa de crecimiento g y que debemos actualizar a un tipo de interés i es:

$$\text{Valor actual} = C / (i - g)$$

El segundo problema es la tasa de actualización. Ésta se define como el costo de capital de la empresa. Es decir, hay que ver la forma en que la empresa financiará sus inversiones. Hay que destacar que esta estructura debe ser la que tendrá la compañía en el futuro y la valoración de los fondos propios y ajenos debe realizarse a precios de mercado, evitando los valores contables.

Para conocer el costo de los fondos propios y ajenos hay que partir de una premisa básica que nos dice que la rentabilidad que un inversor exige a un activo financiero siempre es la suma de una tasa sin riesgo más una prima ajustada en función del riesgo. Es decir:

$$\text{Rentabilidad exigida} = \text{Tasa sin riesgo} + \text{Prima por riesgo}$$

La tasa sin riesgo es la rentabilidad que ofrecen las emisiones del estado. El cálculo de la prima de riesgo suele ser el punto más delicado, existiendo diversos modelos que se aplican para resolverlo. El más conocido es el CAPM (Capital Asset Pricing Model). En todo caso, si nos planteamos cuál de las dos fuentes debe ser más cara, sin duda responderemos que los fondos propios.

Una vez conocidos los flujos de caja y la tasa de actualización sólo faltará restar la deuda financiera existente en el momento de la valoración para hallar el valor de los fondos propios. El calcular la deuda es necesario ya que los flujos de caja se han calculado en el supuesto de inexistencia de deuda. Luego la fórmula fina será:

$$\text{Valor de acciones} = N_{t-1}^n \frac{\text{Flujo de efectivo}_t}{(1 + \text{WACC})^t} + \frac{\text{Valor Terminal}}{(1 + \text{WACC})^n} - \text{Deuda}$$

El valor terminal se calcula a partir del flujo del año n+1, como una renta perpetua constante o con una tasa de crecimiento moderada. La determinación de esta tasa de crecimiento suele ser otro punto clave en las valoraciones. No se debe perder de vista que no se puede aceptar un crecimiento en los beneficios de una empresa si no existe una inversión en activos, ya sean fijos o circulantes, que debe estar recogida en el flujo de caja que apliquemos en el valor residual.

4.2 MÉTODO DE LOS DIVIDENDOS

Tiene en cuenta los resultados futuros de la empresa.

Representa un flujo neto para el accionista y por lo tanto es después de la retribución de la deuda.

Se utiliza en empresas maduras, que pagan dividendos, desde la óptica del inversor particular.

Método recomendado para empresas financieras dada su estructura de balance y cuenta de resultados.

No se utiliza en PYMES.

Se obtiene el mismo valor de las acciones que con el método de DCF.

Es el segundo método en importancia dentro de los dinámicos. La mecánica es idéntica a la de los flujos de caja descontados. La diferencia estriba en que los flujos que se descuentan son los dividendos. Ello tiene

varias implicaciones importantes. La primera es que, para conocer los dividendos, primero hay que descontar los gastos financieros y aplicar los impuestos sobre el beneficio después de los intereses y no sobre el beneficio de explotación como en el punto anterior. La segunda es que la tasa a la que debemos actualizar los dividendos no es el WACC sino exclusivamente el costo de los fondos propios. En este método también pueden establecer varias fases de proyección de dividendos. Cada fase puede tener crecimientos distintos y acabar en el valor terminal con un crecimiento moderado. En cualquier caso, si se supone el caso más simple de tasa de crecimiento g constante desde el inicio de la valoración y un costo de los fondos propios de Ke , la fórmula a utilizar sería:

$$\text{Valor acciones} = \text{Dividendo Año 1} / (ke - g)$$

Aunque esta fórmula puede parecer muy simple respecto al método de los flujos de caja descontados, en la práctica requiere efectuar exactamente las mismas hipótesis y cálculos de las cuentas de resultados completas, las inversiones en activo fijo y en activo circulante y la estructura financiera que tendrá la empresa en el futuro.

4.3 MODELO DE VALOR ECONÓMICO AGREGADO

El valor económico agregado (EVA, por sus siglas en inglés) se define como las utilidades en operación menos el costo de capital empleado para generar esas utilidades. El EVA se incrementará si las utilidades en operación aumentan, siempre y cuando no se haya involucrado capital adicional. El EVA se incrementará cuando el capital fresco se invierta en proyectos con ganancias superiores al costo total del capital o si el capital pueda ser reorientado o extraído de áreas de negocios que no proporcionan un retorno aceptable; por el contrario, disminuirá cuando la administración dirija fondos a financiar proyectos con ganancias menores al costo de capital o pase por alto el fondeo de proyectos con ganancias aparentemente mayores al mismo. Los componentes básicos del EVA son la utilidad de operación, el capital invertido y el costo de capital promedio ponderado. Los métodos para calcular el EVA son:

4.3.1. Método spread

El spread entre la tasa de retorno del capital y el costo de capital promedio ponderado.

Multiplicar el spread por el capital invertido.

$$\text{EVA} = (r - \text{CCPP}) \times \text{Capital invertido}$$

Donde:

r = Tasa de rendimiento sobre el capital invertido

CCPP = Costo de capital promedio ponderado

Capital invertido = Capital invertido al inicio

La fórmula para obtener la tasa de retorno del capital invertido es:

$$r = \text{Flujo de caja disponible} / \text{Capital invertido}$$

4.3.2. Método residual

Obtener la utilidad operativa neta después de impuestos (UODI).

Restar a la UODI el cargo por el uso de capital.

$$\text{EVA} = \text{UODI} - (\text{Capital invertido} \times \text{CCPP})$$

Donde:

UODI = Utilidad operativa después de impuestos

Capital invertido = Capital invertido al inicio

CCPP = Costo de capital promedio ponderado

De acuerdo con lo anterior, el EVA es la medición del desempeño financiero basado en la utilidad operativa después de impuestos, en la inversión en activos requeridos para generar esta utilidad y en el costo de la inversión en activos o el costo de capital promedio ponderado.

Para obtener el valor de una empresa mediante el EVA, debemos tomar en cuenta cuatro factores que se encuentran bajo la dirección y el control de la gerencia:

UODI, la utilidad operativa después de impuestos esperada por el uso de esos activos antes de costos

financieros y otros conceptos que no implica movimientos de efectivo.

El beneficio fiscal de la deuda asociado con la estructura de capital objetivo.

Cantidad del capital fresco invertido para alcanzar el crecimiento en un año normal del ciclo de inversión.

La tasa de retorno después de impuestos esperada de las nuevas inversiones de capital.

De acuerdo con esto, el valor de la empresa será:

Valor intrínseco de la empresa	
Valor presente de los flujos de efectivo disponible	Menos: Valor presente de la deuda con costo

El modelo, con la finalidad de incrementar el valor, requiere de la gerencia:

- a) Incrementar el nivel de utilidades derivadas de la operación normal del negocio.
- b) Crear una estructura de capital objetivo que emplee proporciones de deuda orientadas a la optimización del EVA.
- c) Identificar formas para incrementar las inversiones de capital en negocios donde puedan generarse retornos atractivos.
- d) Retirar capital de segmentos del negocio en donde se perciben tasas de retorno inadecuadas.

Los factores no controlados por la gerencia son:

1.- El costo de capital por riesgo del negocio se define como el retorno requerido por los inversionistas para compensar los riesgos de variación en los pronósticos de la utilidad operativa después de impuestos. Al combinarlo con el costo de la deuda (menos beneficio fiscal) se convierte en costo de capital promedio ponderado.

2.- El período futuro, en años, al final del cual los inversionistas esperan que la gerencia tendrá oportunidades de inversión atractivas. Generalmente, el avance lo fijan por las fuerzas competitivas del mercado, del desarrollo tecnológico imprevisible y las limitaciones de tamaño.

5. Investigación de método de flujos de efectivo descontados para valorar empresas

Motivos de valuación

Consideramos que los principales motivos que generan la necesidad de llevar a cabo la valuación de una empresa en particular, generalmente son:

El ingreso de nuevos accionistas o socios.

El retiro de accionistas o socios.

La fusión de dos o más empresas.

La adquisición o compra de empresas.

Las co-inversiones.

La capitalización de pasivos.

Las escisiones y desinversiones corporativas.

Métodos de valuación

Flujos de efectivo descontados

Comúnmente se considera que la generación de efectivo es lo que da valor a las empresas. Es decir que la empresa vale en cuanto genere flujos de efectivo y que tanto el objetivo financiero, como el económico de ésta es generar efectivo.

"Business is not profit but cash" no elimina el concepto de utilidad como medida de valor, lo que sucede es que el flujo de efectivo las contiene como una de sus partes.

El modelo de flujos de caja descontados tiene su fundamento en el cálculo del valor presente, donde el valor de un activo (acciones de una empresa) corresponde al valor actual (presente) de los flujos que dicho activo generará.

Modelo de múltiplos

Esta metodología es empleada normalmente como complemento al modelo de flujos de efectivo

descontados para determinar el valor de una empresa. La valuación a través del uso de modelos relativos consiste en inferir el valor de un activo a partir del valor de otros activos semejantes, utilizando variables como utilidades, valor en libros o ingresos. El modelo de múltiplos parte de la utilidad neta, es decir, generalmente consideramos la depreciación para efectos de la determinación del valor de cada empresa.

Valor agregado (EVA)

Se trata de un indicador que utilizamos cuando se desea mostrar la capacidad de una empresa para mantener una tasa de crecimiento rentable, así como una medida del desempeño de su administración.

Método de opciones

Las opciones son títulos derivados, es decir, son títulos cuyo valor se deriva de un activo, el cual generalmente es llamado activo subyacente. La teoría de valuación de opciones se desarrolló a los inicios de la década siendo una variante del modelo binomial por Black & Scholes.

6. Conclusiones

El método de valuación por múltiplos nos permite estimar el valor de un negocio por comparación de sus resultados con negocios de similares características. Por esta razón este método se puede aplicar en aquellas empresas para que puedan ser comparadas con otras compañías que sean del mismo sector industrial.

El valor de la empresa surgirá por la comparación con las transacciones que se realizan con acciones que cotizan en algún mercado financiero abierto (por ejemplo, la bolsa de comercio).

Para poder aplicar esta técnica, consideramos como requisitos casi indispensables los siguientes:

Empresas de características similares que coticen en mercados de capitales.

Transacciones de características similares.

Deben tener resultados positivos.

Sean empresas del mismo país e industria.

Las acciones de empresas que coticen deben ser razonablemente liquidas, es decir, que el volumen de acciones que se compran y venden sean considerables.

Las comparaciones se deben hacer para iguales cierres de balance.

Las empresas deben aplicar normas contables similares.

Finalmente, podemos señalar que la aplicación de este método en nuestro país se ve algo limitado debido a que no existe un mercado de capitales amplio, líquido y con importante volumen de transacciones, donde las empresas que coticen sean representativas a los diversos sectores económicos. Además no existen numerosas transacciones que podríamos catalogar de "similares" para la aplicación del método.

Es importante, además, tener muy en cuenta los factores micro y macroeconómicos (riesgo país, volumen de mercado, diferencia de principios contables, etc.), ya que de no ser así se puede inducir a errores muy serios.

Fuentes bibliográficas

Valoración de Empresas. Pablo Fernández. Ed. Gestión 2000. 3ra Ed. Madrid

Finanzas Corporativas. Guillermo López Dumrauf- Editorial Guía. Buenos Aires.

http://www.cema.edu.ar/~gl24/Slides/Valuacion_por_comparables.pdf

<http://www.scotiainverlat.com.mx/resources/PDFs/ERrelevante/2003/gfinbur150703.pdf>

<http://www.javeriana.edu.co/decisiones/Julio/presentaciones/valoracion.pdf>

www.mfe.com.ar/AnalSect/Not290300AcerosLatam.asp

www.iamc.sba.com.ar/informes/Capacitacion/Valuación%20de%20una%20pyme.pdf

www.reporteinmobiliario.com/nuke/modules.php?name=News&file=article&sid=220

www.udesa.edu.ar/.../Posgrados-Negocios/Finanzas/Esp-y-Maestria-por-dentro/Plan-de-Estudios/Plan-Materias

www.fcecon.unr.edu.ar/grado/contador/2003/122/index.htm

