

VALUACIÓN DE NEGOCIOS EN MARCHA

MARCO CONCEPTUAL

Por José Domingo Figueroa Palacios

Antecedentes

La valuación de negocios en marcha 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. Lo anterior, justifica la importancia de este método de valuación, el cual se describe a continuación.



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. Es por esto que el método más apropiado para valuar 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 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. Es por esto que un negocio no

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.

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: Aspectos económicos; el posicionamiento competitivo del negocio dentro del sector; las características propias del negocio, y las motivaciones de los agentes económicos.

Los aspectos económicos 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 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.

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.

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 comprador y 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 aprovechando 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:



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.

- 1) Valor de mercado actual, es el valor de mercado que tiene el negocio; también se considera 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.

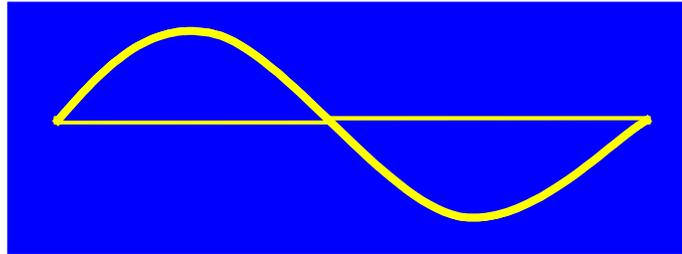
- 3) Valor potencial con explotación de oportunidades internas, es el valor que adquiere el negocio valuado una vez que se realizó la identificación y explotación de los factores internos. Con la explotación de las oportunidades internas se corrigen deficiencias, se mejoran y optimizan procesos y se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

Experiencia

En la Sociedad de Ingenieros Civiles Valuadores, S.C. se ha acumulado vasta experiencia en la valuación de negocios en marcha, con objetivos tan diversos como adquisiciones, ventas, fusiones, coinversiones, concesiones, daciones en pago, venta de paquetes accionarios, indemnizaciones, entre otros. Entre los negocios valuados con este enfoque, se pueden citar: Petroquímicas, plantas generadoras de energía, ingenios azucareros, puertos marítimos, aeropuertos, hipódromos, desarrollos turísticos, hoteles, sistemas de almacenamiento y distribución de granos, gasolineras, estacionamientos, restaurantes, centros nocturnos, teatros, cines, sistemas de telecomunicaciones, plantas de almacenamiento y distribución de amoniaco y azufre, rastros, remolcadores de barcos, plantas procesadoras de productos lácteos, sistemas de tiendas de abasto, centros comerciales, beneficios mineros y plantas de alimentos balanceados, entre otros.

Debido a esta experiencia acumulada, el V Consejo Directivo de la Sociedad de Ingenieros Civiles Valuadores incorporó en sus estatutos, la Vicepresidencia de Avalúos de Negocios en Marcha. Como parte del programa de trabajo de esta nueva Vicepresidencia, se publicarán una serie de artículos relacionados con la Valuación de Negocios en Marcha, dando inicio con el presente. Finalmente la Vicepresidencia de Avalúos de Negocios en Marcha está trabajando en colaboración con el Centro de Actualización Profesional e Innovación Tecnológica del Colegio de Ingenieros Civiles de México en un proyecto para iniciar la Especialidad de Valuación de Negocios en Marcha, con reconocimiento de la Secretaría de Educación Pública. Para mayor información consultar www.negociosenmarcha.com.mx.

José Domingo Figueroa Palacios es consultor en valuación de empresas y en evaluación financiera de proyectos de inversión. Obtuvo su Maestría en Planeación en la UNAM y actualmente es Vicepresidente de Avalúos de Negocios en Marcha de la Sociedad de Ingenieros Civiles Valuadores y profesor de posgrado en la UNAM.

Ha participado como ponente en diversos seminarios sobre valuación de negocios en marcha, entre los que sobresalen los organizados por el Instituto Mexicano de Ejecutivos de Finanzas (IMEF), la Comisión de Avalúos de Bienes Nacionales (CABIN), el Ministerio de Finanzas y Precios de Cuba, y el Banco de Crédito y Comercio de Cuba.