

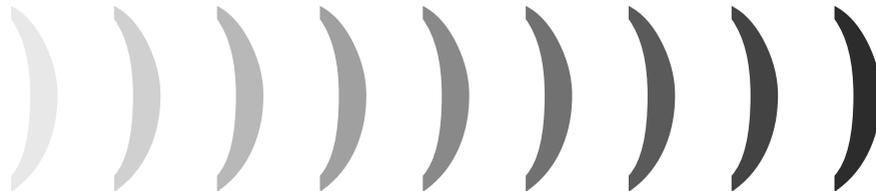


Valuación de Empresas

Un enfoque práctico y dinámico

Coordinador:
Gustavo Tapia

Autores:
Gustavo Tapia
Carlos Aire
Mauro De Jesús
Mario Perossa
Hernán Roubay



Valuación de Empresas

Un enfoque práctico y dinámico

Coordinador:
Gustavo Tapia

Autores:
Gustavo Tapia
Carlos Aire
Mauro De Jesús
Mario Perossa
Hernán Rouby

 **Alfaomega**

 **OMiCRoN**
EDITORIAL

Datos catalográficos

Tapia, Gustavo

Valuación de empresas. Un enfoque práctico y dinámico

Primera Edición

Alfaomega Grupo Editor, S.A. de C.V., México

ISBN: 978-607-707-554-7

Formato: 17 x 23 cm

Páginas: 224

Valuación de empresas. Un enfoque práctico y dinámico

Gustavo Norberto Tapia

ISBN: 978-987-1806-12-6 edición original publicada por Omicron System, Buenos Aires, Argentina

Derechos reservados © Omicron System, S.A., 2012

Primera edición: Alfaomega Grupo Editor, México, noviembre 2012

© 2013 Alfaomega Grupo Editor, S.A. de C.V.

Pitágoras 1139, Col. Del Valle, 03100, México D.F.

Miembro de la Cámara Nacional de la Industria Editorial Mexicana

Registro No. 2317

Pág. Web: <http://www.alfaomega.com.co>

E-mail: cliente@alfaomegacolombiana.com

Diseño y producción gráfica: Lic. Pablo Alejandro Filosa, pablofilosa@telecentro.com.ar

ISBN: 978-607-707-554-7 ISBN Ebook: 978-607-622-204-1

Derechos reservados:

Esta obra es propiedad intelectual de su autor y los derechos de publicación en lengua española han sido legalmente transferidos al editor. Prohibida su reproducción parcial o total por cualquier medio sin permiso por escrito del propietario de los derechos del copyright.

Nota importante:

La información contenida en esta obra tiene un fin exclusivamente didáctico y, por lo tanto, no está previsto su aprovechamiento a nivel profesional o industrial. Las indicaciones técnicas y programas incluidos, han sido elaborados con gran cuidado por el autor y reproducidos bajo estrictas normas de control. ALFAOMEGA GRUPO EDITOR, S.A. de C.V. no será jurídicamente responsable por: errores u omisiones; daños y perjuicios que se pudieran atribuir al uso de la información comprendida en este libro, ni por la utilización indebida que pudiera dársele.

Edición autorizada para venta en todo el continente americano, excepto Argentina.

Empresas del grupo:

México: Alfaomega Grupo Editor, S.A. de C.V. – Pitágoras 1139, Col. Del Valle, México, D.F. – C.P. 03100.

Tel.: (52-55) 5575-5022 – Fax: (52-55) 5575-2420 / 2490. Sin costo: 01-800-020-4396

E-mail: atencionalcliente@alfaomega.com.mx

Colombia: Alfaomega Colombiana S.A. – Calle 62 No. 20 - 46, Bogotá, Colombia,

Tel.: (57-1) 746 0102– Fax: (57-1) 2100122 – E-mail: cliente@alfaomegacolombiana.com

Chile: Alfaomega Grupo Editor, S.A. – General del Canto 370, Providencia, Santiago, Chile

Tel.: (56-2) 947-9351 – Fax: (56-2) 235-5786 – E-mail: agechile@alfaomega.cl

Argentina: Alfaomega Grupo Editor Argentino, S.A. – Paraguay 1307 P.B. Of. 11, C.P. 1057, Buenos Aires,

Argentina, – Tel./Fax: (54-11) 4811-0887 y 4811 7183 – E-mail: ventas@alfaomegageditor.com.ar

ÍNDICE

Manual de uso de los aplicativos desde la web e instalación	8
1. OBJETIVO DE LA VALUACIÓN	13
I. VISIÓN Y ESTRATEGIA	13
II. ASPECTOS FINANCIEROS DE LAS EMPRESAS RELACIONADOS CON LA VALUACIÓN	17
III. PARA QUÉ VALUAR.....	21
Empresas - Negocios - Proyectos	21
Sobre Fusiones y Adquisiciones	23
IV. CONSIDERACIONES FINALES.....	24
Fuentes Bibliográficas.....	31
2. CONCEPTOS ESENCIALES E INDICADORES DE VALOR.....	33
I. INTRODUCCIÓN	33
II. LA RELACIÓN RENTABILIDAD - RIESGO - LIQUIDEZ	34
III. INDUCTORES O KEY DRIVERS	36
Tasa de Crecimiento de Ventas.....	37
Margen Operativo.....	39
Alícuota de Impuesto a las Ganancias	40
Inversión en Capital de Trabajo	41
Inversión en Capital Fijo	43
Duración del período proyectado.....	45
Tasas de referencia.....	46
Esquema unificado de inductores de valor	47
Diseño del flujo de fondos	50
IV. INDICADORES DE VALOR	51
Valor Actual	51
Tasa Interna de Retorno	52
Valor Económico Agregado.....	53
Valor de Mercado Agregado.....	54
Efecto Palanca Financiera	55
La tasa de crecimiento g.....	57
Fuentes Bibliográficas	58

3. MÉTODOS DE VALORACIÓN	59
I. PRECIO Y VALOR. DISTINCIONES	59
II. CLASIFICACIÓN DE METODOLOGÍAS	60
A) MÉTODO BASADO EN EL BALANCE	61
Valor contable o valor libros	62
Valor contable ajustado	63
Valor de liquidación	64
Valor sustancial	65
B) MÉTODO BASADO EN LOS RESULTADOS	65
C) GOODWILL (Métodos combinados)	67
D) VALOR CON BASE EN DESCUENTO DEL FLUJO DE FONDOS	68
E) CREACIÓN DE VALOR	69
F) OPCIONES REALES	72
III. ENFOQUES BASADOS EN COSTOS, INGRESOS Y MERCADOS	73
ANEXO CAPÍTULO III	75
Comparación de los procedimientos de valuación	
Fuentes Bibliográficas	76
4. ELABORACIÓN DE FLUJOS DE FONDOS	77
I. INTRODUCCIÓN	77
II. MÉTODO GENERAL DE FLUJO DE FONDOS FUTUROS	78
El horizonte de planeamiento	78
El flujo de fondos	80
<i>Free cash flow</i>	81
<i>Capital cash flow</i>	82
<i>Equity Cash Flow</i>	82
Tasa de descuento	83
Valor residual	83
III. CONSTRUCCIÓN DEL FLUJO DE FONDOS	84
Ingresos anuales	84
Egresos anuales	84
Estado de Flujo de Efectivo	88
IV. DISTINTOS FLUJOS DE FONDOS	90
Flujo de fondos operativos antes de impuestos	90
Flujo de fondos libre	91
Flujo de fondos de capital	92
Flujo de fondos de los accionistas	92



Adjusted present value o VAN ajustado	93
V. TASAS APLICABLES PARA EL DESCUENTO DE LOS FLUJOS DE FONDOS	94
VI. CONCLUSIONES.....	95
Fuentes Bibliográficas.....	97
5. VALUACIÓN POR MÚLTIPLOS	99
I. PARA QUÉ VALUAR POR MÚLTIPLOS.....	99
II. MÚLTIPLOS DE GANANCIAS.....	102
III. MÚLTIPLOS DEL VALOR DE LA EMPRESA	106
IV. MÚLTIPLOS DE VALOR LIBROS	108
V. MÚLTIPLOS DE VENTA	109
VI. CONSIDERACIONES FINALES	111
ANEXO CAPÍTULO V	112
Problemas en el uso del PE	
Rendimiento relativo entre acciones y bonos	
Múltiplos específicos por sector	
Fuentes Bibliográficas.....	113
6. VALUACIÓN DE EMPRESAS EN CRISIS	115
I. INTRODUCCIÓN.....	115
Causas de las crisis.....	116
Consecuencia de la crisis	118
II. VALUANDO EMPRESAS EN CRISIS.....	118
Métodos de valuación	118
Reestructuración de la empresa.....	119
Liquidación de la empresa.....	120
III. ADAPTACIÓN DE LOS MODELOS DE VALUACIÓN PARA EMPRESAS EN CRISIS.....	121
Simulación.....	121
Modelo VaR	123
Modelo de descuento de Flujo de Fondos.....	125
Valor de la Empresa y de las Acciones	131
IV. REESTRUCTURACIÓN	132
V. CONSIDERACIONES FINALES	133
Fuentes Bibliográficas.....	134

7. OPCIONES REALES.....	135
I. INTRODUCCIÓN	135
II. OPCIONES FINANCIERAS: Conceptos Básicos y Modelos de Valuación... 136	
Determinantes del valor de una opción.....	138
Opciones americanas y opciones europeas	140
Modelos de Valuación de Opciones.....	141
Modelo Binomial.....	141
Modelo de Black-Scholes.....	146
III. VALUANDO EMPRESAS CON OPCIONES REALES	149
IV. EVALUACIÓN DE PROYECTOS CON OPCIONES REALES	153
La opción de diferir un proyecto	153
La opción de expandir un proyecto	154
La opción de abandonar un proyecto.....	155
Otras opciones Reales	156
Valor de una Patente	156
Valuando Derechos de Explotación sobre Recursos Naturales	157
ANEXO CAPÍTULO VII	158
Artículos de Jornadas Financieras realizadas en SADAF	
Fuentes Bibliográficas.....	159
8. VALUACIÓN DE MARCAS E INTANGIBLES.....	161
I. LOS ACTIVOS INTANGIBLES.....	161
Métodos de valuación	163
II. CAPITAL INTELECTUAL	163
III. CAPITAL ESTRUCTURAL	166
IV. MÉTODOS OBJETIVOS DE VALORACIÓN DE MARCAS.....	168
DIFERENTES MODELOS	168
V. CONCLUSIONES	175
Fuentes Bibliográficas.....	177
9. SINERGIAS.....	179
I. CONCEPTOS INTRODUCTORIOS.....	179
II. ENFOQUES TEMÁTICOS.....	183
Sinergia competitiva y globalización.....	183



Sinergia comercial y estrategia organizacional	184
Sinergia operativa y fusión entre empresas	185
Sinergia grupal y trabajo en equipo.....	186
III. MODELOS INTERNACIONALES DE ORGANIZACIÓN (CD).....	187
IV. SINERGIAS EN FUSIONES Y ADQUISICIONES	187
Factores a considerar en las fusiones.....	189
Tipos de Fusiones.....	192
La sinergia en las F&A	193
V. TIPOS DE SINERGIAS	197
VI. FLUJO DE FONDOS DE LAS SINERGIAS. EVALUACIÓN	201
VII. CONSIDERACIONES FINALES	203
ANEXO CAPÍTULO IX.....	204
III MODELOS INTERNACIONALES DE ORGANIZACIÓN	
Fuentes Bibliográficas.....	205
10. CREACIÓN DE VALOR PARA LOS STAKEHOLDERS	207
I. VALOR ECONÓMICO Y VALOR SOCIAL	207
Del enfoque filantrópico a la creación de valor compartido.....	208
Algunos factores de la rentabilidad social y el valor económico social ..	209
II. STAKEHOLDERS Y ESTRATEGIAS DE NEGOCIOS	210
Influencia genérica	216
Influencia específica	217
III. CONSIDERACIONES FINALES	219
Fuentes Bibliográficas	220
APÉNDICE. CASOS DE APLICACIÓN.....	221
ENUNCIADOS, PLANTEOS Y SOLUCIONES DE CASOS DIVERSOS SOBRE VALUACIÓN DE EMPRESAS	

IMPORTANTE

Material disponible y listo para descargar desde la página web del libro, ver página 8: **MANUAL DE USO DE LOS APLICATIVOS DESDE LA WEB E INSTALACIÓN.**

MANUAL DE USO DE LOS APLICATIVOS DESDE LA WEB E INSTALACIÓN

En el portal destinado a este título podrá acceder a la descarga de los aplicativos que se mencionan y explican en el libro a través de un archivo ejecutable o, directamente, a través de una carpeta comprimida.

Ingrese en el siguiente sitio Web:
<http://libroweb.alfaomega.com.mx>

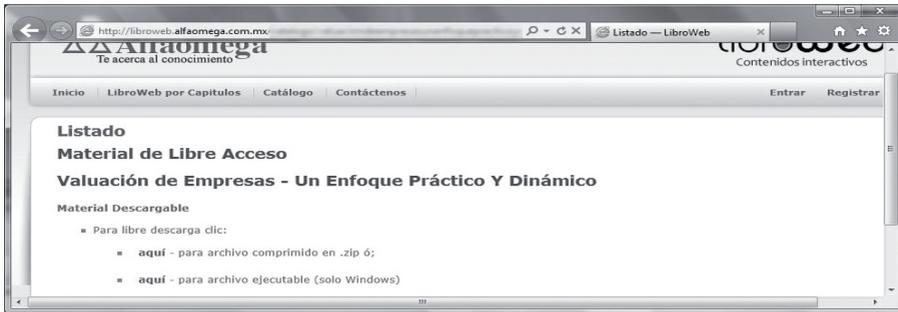


Figura 1

Descarga e instalación del “archivo ejecutable”

Para comenzar la descarga, debe realizar un clic en la liga “aquí - para archivo ejecutable” como muestra la Figura 2.

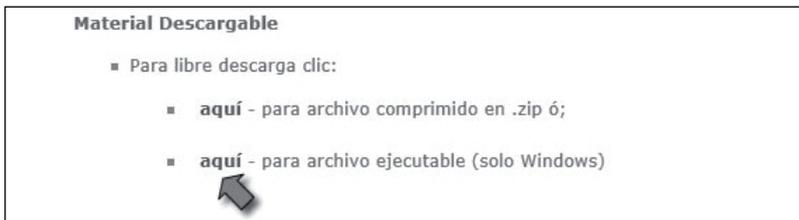


Figura 2

Una vez descargado, este archivo dará lugar a la instalación de los aplicativos en el directorio que usted decida. Haga doble clic sobre el archivo descargado “aplicativo” y luego en Ejecutar. Se abrirá una ventana, en la cual deberá presionar Descomprimir para instalar este mismo en el directorio seleccionado.

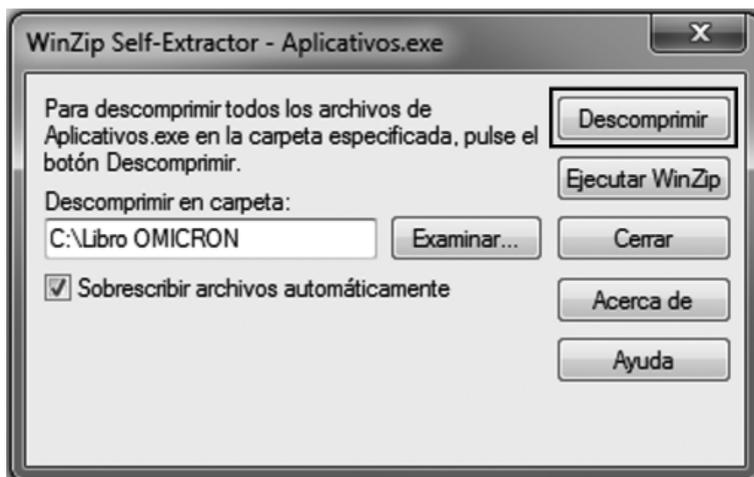


Figura 3

Una vez instalados, podrá encontrar en la carpeta correspondiente a cada capítulo los casos o aplicaciones que se indican en el libro; así mismo, encontrará los archivos divididos en dos carpetas en función de la versión de Microsoft® Excel que utilice (XP, 2003, 2007 o 2010).

Descarga e instalación de la “carpeta comprimida”

Para comenzar la descarga, debe realizar un clic en la liga “aquí - para archivo comprimido” como muestra la Figura 4.

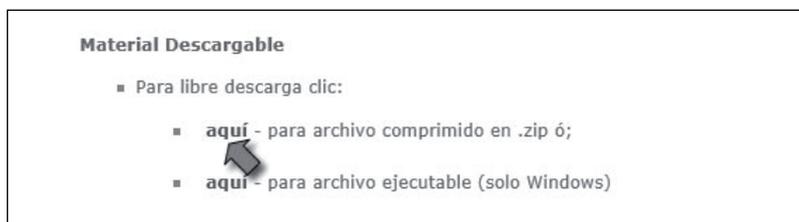


Figura 4

Una vez instalados, ubique la carpeta comprimida en el directorio donde quiera guardar los archivos. Una vez hecho esto, podrá descomprimir los archivos haciendo clic derecho y pulsando el botón “Extraer aquí”.

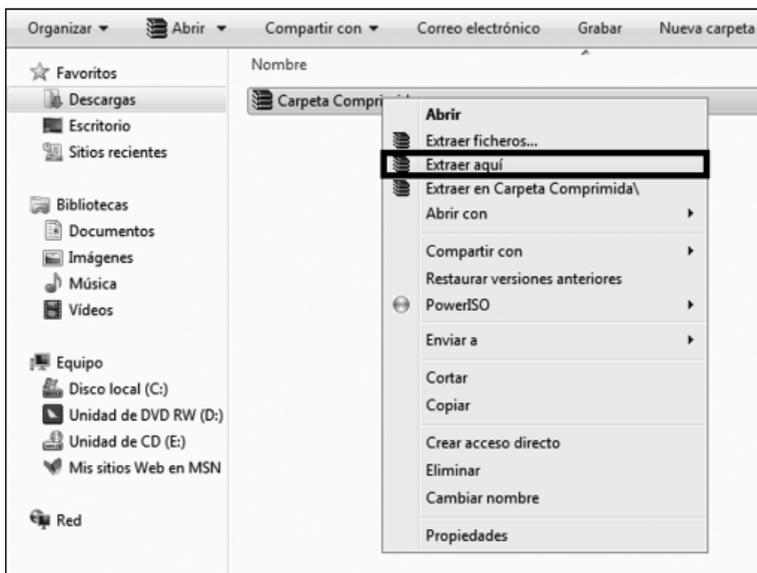


Figura 5

Una vez hecho esto, podrá encontrar en la carpeta correspondiente a cada capítulo los casos o aplicaciones que se indican en el libro; así mismo, encontrará los archivos divididos en dos carpetas en función de la versión de Microsoft® Excel que utilice (XP, 2003, 2007 o 2010).

IMPORTANTE

El sistema de instalación define como predeterminado que se van a instalar los archivos en el directorio “C:\Valuación de Empresas. Pero si lo desea, puede modificar esta opción por alguna otra que considere mejor.

TENGA EN CUENTA QUE, SI VUELVE A INSTALAR EL PRODUCTO SIGUIENDO LOS PASOS ANTES MENCIONADOS, EL SISTEMA DE INSTALACIÓN VOLVERÁ A CREAR LOS ARCHIVOS EN EL MISMO DIRECTORIO, REEMPLAZANDO LOS ARCHIVOS EN USO Y CON INFORMACION, POR NUEVOS Y VACÍOS (ES DECIR, PERDERÍA LA INFORMACIÓN QUE TENÍA CARGADA EN ELLOS).

POR LO TANTO, CONSIDERE QUE SI QUIERE HACER UNA COPIA DE LOS ARCHIVOS EN OTROS DIRECTORIOS, DEBERÁ CAMBIAR LA OPCIÓN DEL DIRECTORIO DONDE SE VAN A COPIAR.

CURRICULUM DE LOS AUTORES

AIRE CARLOS

Contador Público y Lic. en Adm. Empresas FCE UBA. Posgrado en Formación Docente Universitaria UBA. Docente de Administración Financiera FCE UBA. Miembro de la Comisión de Finanzas de Empresas FCE UBA. Autor de del libro Conducción Estratégica para la Evaluación de Proyectos y artículos financieros en publicaciones de especialidad.

DE JESÚS MAURO

Licenciado en Finanzas UADE. Magíster en Finanzas Univ. Torcuato Di Tella. Docente de Administración Financiera FCE UBA., en UADE y Univ. de Belgrano.

PEROSSA MARIO

Contador Público y Lic en Administración FCE UBA. Posgrado de Especialización en Finanzas FCE-UNR. Magíster en Finanzas FCE UNR. Profesor Administración Financiera FCE UBA. Docente e investigador en Universidad de Belgrano, Universidad de Palermo, UCES, UAJFK. Profesor Titular Finanzas en la Universidad Maimónides. Autor del libro “Introducción a las Finanzas Corporativas” y de artículos publicados en revistas académicas y profesionales de Argentina y España. Consultor independiente.

ROUBY HERNÁN

Contador Público FCE UBA. Posgrado de Especialización en Mercado de Capitales IAMC. Docente de Adm. Financiera en Univ. Belgrano y Univ. Tres de Febrero. Gerente de Control de Inversiones Fondo de Garantía de Sustentabilidad –ANSES-

TAPIA GUSTAVO

Contador Público FCE UBA. Posgrado Administración Financiera FCE UBA. Magíster en Administración FCE UBA. Magíster Estrategia y Geopolítica Escuela Superior de Guerra. Posgrado en Formación Docente Universitaria UBA. Doctorando en Ciencias Económicas área Administración. Profesor Asociado Administración Financiera FCE UBA. Profesor Titular Planeamiento y Control Financiero Posgrado Especialización Financiera FCE UBA. Profesor Titular Adm. Financiera; Mercado de Capitales y Evaluación de Proyectos de la Universidad de Belgrano. Investigador especializado y categorizado en finanzas en Centro de Investigaciones en Métodos Cuantitativos Aplicados a la Economía y la Gestión FCE UBA. Miembro activo de SADAF Sociedad Argentina de Docentes de Administración Financiera. Autor de libros y artículos de finanzas y estrategia. Director de AIDO Asistencia integral para el desarrollo organizacional.

Nuestra gloria no está en no haber caído nunca,
sino en levantarnos cada vez que caemos.
Oliver Goldsmith

CAPÍTULO I

OBJETIVO DE LA VALUACIÓN

Gustavo Tapia

I. VISIÓN Y ESTRATEGIA

La visión es aquella idea o conjunto de ideas que se tienen respecto de la organización a futuro. Es el deseo más importante a largo plazo que expone de manera evidente y ante todos los grupos de interés, el desafío empresarial que motiva e impulsa la capacidad creativa en todas las actividades que se desarrollan al interior y exterior de la empresa. Enfoca la capacidad de dirección, conducción y ejecución hacia su logro permanente. Se visualiza una situación futura y deseable, que la organización aspira a lograr en una cantidad de años vista. En una visión contemporánea y consistente con el cambio permanente, la *visión* es un concepto asimilable a la perfección, en el sentido de que siempre se podrá estar más cerca de llegar a ella, pero a sabiendas de que nunca se la alcanzará en forma completa y permanente¹.

La *misión* es la orientación principal de la organización. Trata de la naturaleza del negocio, del mercado en que opera la organización, de los clientes a los que apunta y necesidades que pretende satisfacer y de la clase de producto que ofrece. Sirve para potenciar la capacidad de respuesta de la organización ante las oportunidades que se generan en su entorno, porque posibilita orientar sus programas en una forma clara y conocida mejorando el rendimiento de los recursos humanos, materiales y financieros.

Los *objetivos* son los fines hacia los cuales se dirige una actividad. Por lo tanto, son la base para la definición de una estrategia en la empresa

¹ Aire Carlos y Tapia Gustavo. Conducción Estratégica para la Evaluación de proyectos de Inversión (2011).

y especifican lo que ésta quiere conseguir. En las organizaciones se ha acordado que el objetivo general de la empresa es la creación de valor para el accionista (sus dueños o beneficiarios en sentido amplio). Al conjunto de objetivos particulares para distintas áreas de responsabilidad de la organización se les denomina *metas* y constituyen usualmente medidas cuantitativas. Los objetivos están incluidos dentro de la finalidad de la organización, y las metas precisan los objetivos.

La *estrategia* es la determinación de objetivos básicos a largo plazo de una empresa y la adopción de los cursos de acción con asignación de los recursos necesarios para alcanzarlos. Las estrategias no intentan describir con exactitud cómo la empresa va a lograr sus objetivos, sino que establecen la metodología que orienta al pensamiento por la intencionalidad pretendida y a la acción para la consecución de los mismos. Las estrategias conforman decisiones y acciones enmarcadas en las *políticas*, que indican el rumbo de la organización, el cumplimiento de sus fines y el proceso de adaptación al contexto, sacan provecho de las oportunidades y se resguardan de las amenazas en función de las fortalezas y debilidades con las que se cuenta. En los negocios, las estrategias determinan y revelan el propósito organizativo en términos de objetivos a largo plazo, definiendo los principales programas de acción para alcanzarlos y desplegando los recursos necesarios. Es crucial la selección de negocios en que va a participar la organización en los que intentará alcanzar una ventaja sostenible de largo plazo. En esta tarea el *proceso de valuación* resulta clave.

Los *planes* constituyen el último nivel en el proceso de concreción de decisiones. Encauzados dentro de los objetivos y la estrategia, son pautas de acción que contienen los pasos a realizar en pos de alcanzar los objetivos. Un comportamiento estratégico innovador requiere de una actitud activa frente al futuro, que implica un grado alto de previsión y anticipación a los efectos. En muchas ocasiones, la preparación contempla la simulación de lo que podría ocurrir en la realidad antes de sumergirse en ella. Por eso, el planeamiento se convierte también en un proceso de aprendizaje, que ayuda a comprender mejor la problemática inherente a la marcha de la organización. Desde un punto de vista pragmático, los pasos a seguir parecen claros y en toda la doctrina hay una disposición casi unánime a favor de la definición y jerarquía de estrategias, objetivos y metas.

Así, por ejemplo, el análisis de un proyecto de inversión requiere necesariamente una consideración estratégica. Como en todo proceso de valuación, el tipo de decisión es sumamente relevante por su magnitud y efectos en los plazos futuros.

Los pasos en la formulación de una estrategia pueden desarrollarse partiendo del análisis de los siguientes elementos clave:

- Insumos: humanos, financieros, tecnología e información, habilidades, etc.,
- Perfil de la empresa: es el punto de partida para conocer dónde se encuentra la empresa y hacia dónde debe ir. La orientación de la dirección –sus valores, preferencias y actitudes hacia los riesgos, entre otros– repercute en la definición y modalidad estratégica,
- Ambiente externo: evaluación actual y futura en términos de amenazas y oportunidades. Los factores a evaluar podrían ser, entre otros: factores económicos, sociales, políticos, legales, demográficos y geográficos, tecnológicos y de mercado.
- Ambiente interno: evaluación de los recursos, fortalezas y debilidades en las áreas de producción, operaciones, compras, productos, servicios, recursos humanos y financieros, imagen de la compañía, estructura, clima organizacional, relaciones con los clientes, etc.

La estrategia dentro de una organización se puede dividir en distintos niveles jerárquicos, asignándose diferentes competencias en cada caso.

Estos niveles son:

- ❖ Estrategia corporativa de la empresa: se trata de considerar a la empresa en relación con su entorno, planteándose en qué actividades desea participar y cuál es la combinación más conveniente.
- ❖ Estrategia de negocio: se refiere al plan de actuación directiva para un único negocio para el sector seleccionado en relación a las unidades estratégicas de negocio.
- ❖ Estrategia funcional: cómo utilizar y aplicar los recursos y habilidades dentro de cada área funcional de cada negocio o unidad estratégica, con el fin de maximizar su contribución al objetivo general. De aquí resultan áreas como las de producción, comercialización y finanzas, determinándose una estrategia de producción, otra de marketing y otra financiera.

En los diferentes niveles estratégicos habrá que considerar una serie de etapas y lineamientos incluidos en el análisis de la valuación que se pretende llevar adelante. Así, en los casos de empresas en marcha que requieren una valuación de sus negocios comerciales, puntualizaremos sobre:

- ❖ **MERCADO**
 - Definición multidimensional del mercado
 - Segmentación del mercado
 - Selección del mercado meta
 - Estrategia de mercadotecnia

- ❖ **PLANIFICACIÓN POR ESCENARIOS**
 - Uso de escenarios para el desarrollo de estrategias
 - Matriz de resultados

- ❖ **ANÁLISIS DE LOS SECTORES INDUSTRIALES Y ESTRATEGIA COMPETITIVA**
 - Análisis de los sectores industriales
 - Determinantes estructurales de la competencia
 - Esquema de las fuerzas competitivas
 - Estrategias competitivas genéricas
 - Liderazgo en costos
 - Diferenciación
 - Focalización (en costos o por diferenciación)

- ❖ **SENTIDO DE LA VISIÓN Y MISIÓN**
 - Comprensión e importancia
 - Metodología para planificar su cumplimiento

- ❖ **MODELO DE GERENCIA ESTRATÉGICA**
 - Procesos formulación-ejecución-evaluación estratégicoNiveles jerárquicos de estrategia
 - Plan de Negocios.

Los elementos referidos a la *Visión* y a la *Estrategia* constituyen la base de iniciación del proceso de valuación en las Organizaciones. En un sentido operan como una guía de los procedimientos a seguir, la aceptación de criterios a implementarse y la ponderación de los resultados que acontezcan. En otro sentido también pueden enmarcar condicionamientos o restricciones sobre las inversiones que la empresa proyecte.

II. ASPECTOS FINANCIEROS DE LAS EMPRESAS RELACIONADOS CON LA VALUACIÓN

Desde un punto de vista teórico e independiente, la teoría económica ha definido a las empresas como unidades de producción de bienes y servicios, en tanto que la posición clásica agrega la finalidad de la maximización del beneficio de las actividades desarrolladas.

En esta obra, nuestro objeto de estudio está conformado por las organizaciones comerciales que tienen finalidad de lucro y que persiguen la creación de valor económico. La sustentabilidad de este valor implica la creación de valor social para las diferentes partes interesadas (*stakeholders*) que, de manera directa o indirecta, participan, se comprometen o se involucran en las decisiones surgidas de la organización o en las que estos consideren en relación al sector o firma particular.

En este ámbito, no se pueden comprar ni vender fundaciones, ni administraciones, pero sí sociedades mercantiles, sean de titularidad pública o privada. Esta idea nos permite adelantar que no se puede privatizar un ente o empresa pública, si no ha sido constituida previamente como una sociedad comercial. Por supuesto que las organizaciones sin finalidad de lucro que produzcan bienes y servicios también son susceptibles de ser valuadas económica y socialmente, pero bajo pautas y criterios específicos que exceden la determinación de valor comercial que se pretende explicar en este libro.

Por otro lado, el premio Nobel en Economía, Herbert Simon² (1947), ya consideraba que los intereses de cada grupo relacionado con la organización y su poder relativo estaba asociado a la obtención de satisfacción por el logro de los objetivos pero descartando la optimización absoluta o la maximización. En nuestro caso, entonces, se apuntaría a lograr la optimización relativa de la creación económica-social del valor de la organización, de manera que los participantes sigan manteniendo su interés en la organización.

Otras teorías de Dirección consideran que los intereses de directivos, proveedores, clientes, personal, etc., actúan como restricciones a los objetivos organizacionales, de modo de fijar la atención en determinadas variables como el tamaño patrimonial, el nivel de facturación, la dotación, etc., con lo que en algunos casos podría faltar la integración con los fines últimos de la empresa.

2 Administrative Behavior: A Study of Decision-making Processes in Administrative Organization

Entre las situaciones más habituales para proceder a la valuación de empresas podemos mencionar la compra o la venta total o parcial de la misma, a fin de estimar posibles valoraciones que sirvan de base para una tasación y negociación del precio. Utilizando criterios razonables junto a las buenas y recomendadas prácticas comerciales –que iremos esbozando a lo largo de este trabajo–, las partes intervinientes podrán conocer y aceptar o rechazar la diferencia surgida entre el precio de operación y el valor económico calculado.

El proceso de valuación de una empresa también puede llevarse a cabo sin necesidad de comprar o vender una firma. Frente a operaciones de ampliación de capital en la explotación, o ante eventos de sucesiones generacionales, estando la organización en marcha, o frente a entornos con crisis financieras que pongan en duda la continuidad o la viabilidad de una empresa³, también puede resultar usual proceder a valorar una organización.

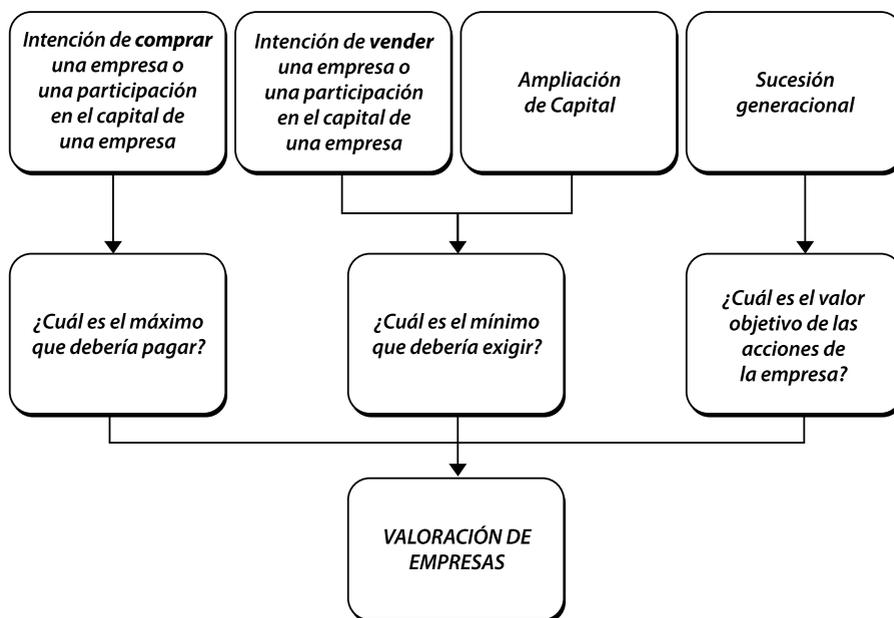


Figura 1. Valuación de Empresas.

Existen varias alternativas al momento de valorar una empresa.

³ Ley de Concursos y Quiebras. Instituto del salvataje de empresas y *Cramdown*



Algunas de las formas tradicionales para la medición del valor son las siguientes:

- ❖ Sobre la información contable.
- ❖ Por múltiplos.
- ❖ Actualización del flujo de fondos que produzca la empresa.
- ❖ Por opciones reales.

Por lo general la primera no es mayormente utilizada, dado que analiza información histórica y no contempla el concepto de riesgo, elemento de significación en las decisiones financieras. Las otras tres serán tratadas en los capítulos siguientes, siendo el valor actual de los flujos de fondos provenientes de operaciones la más aceptada por los hombres de negocios, sin perjuicio de que se empleen de manera complementaria la valuación por múltiplos y la valuación por opciones reales en casos que la trascendencia y magnitud de la operación lo amerite.

Dentro de la modalidad de proyección de flujo de fondos descontados (*Discounted Cash Flow o DCF*) mencionada en el párrafo precedente, se aplica sobre estos flujos una tasa de descuento representativa del costo de capital y cuya estructura contiene una prima por riesgo razonable. En la aplicación de esta tecnología, se combina información financiera de la firma con datos e información del mercado de capitales. De esta manera, los valuadores se introducen con cierto detalle en el análisis estratégico y operacional de la empresa con un estudio minucioso del mercado, del producto y de los clientes, que posibilitan apreciar cuáles son las fuentes generadoras de fondos y perdurabilidad del valor.

En la ejecución del DCF es factible la aplicación de distintos métodos que resultan equivalentes en la explicación de los resultados y que en este capítulo primero se aluden someramente:

- a) Flujo de caja libre (*Free Cash Flow FCF*).
- b) Flujo de fondos de capital (*Capital Cash Flow CCF*).
- c) Flujo de caja para el accionista (*Equity Cash Flow ECF*).
- d) Valor presente ajustado (*Adjusted Present Value APV*).

El primero representa el flujo de fondos que genera la empresa, con independencia de cómo es financiada⁴. Es el beneficio operativo después de impuestos, al que se le agregan las amortizaciones (pues no consumen fondos), se le deducen los aumentos en activos fijos y se le suman o restan, según corresponda, las variaciones en el capital de trabajo. Es decir que es el exceso de flujo de caja generado por una empresa, obtenido después de impuestos, que se encuentra disponible para todos los financiadores de capital sean accionistas o prestamistas.

El segundo es el flujo de fondos total para los inversores, es decir la suma de los *cash flow* que estos tienen derecho a percibir; dividendos para los accionistas y cambios en el nivel de las deudas y los intereses para los acreedores:

$$CCF = \text{Dividendos} + \text{Intereses} \pm \text{Deuda} \quad (1.1)$$

o bien:

$$CCF = FCF + \text{Escudo Fiscal}$$

El tercero es el efectivo residual para los accionistas, luego de que se han abonado los intereses y los impuestos y teniendo en cuenta además las inversiones necesarias en infraestructura (*capital expenditures: capex*), en capital de trabajo (*working capital: wc*) y las variaciones en el endeudamiento. En este caso se descontará a una tasa de rentabilidad exigida por los propietarios para determinar la participación de capital y a esta cifra se le agregará el valor presente de la deuda que considerará el flujo de pago de la misma a la tasa exigida por los prestamistas.

Finalmente, el valor de la empresa según el valor presente ajustado (*Adjusted Present Value: APV*) indica que el valor de la deuda hoy más el de los recursos propios de la empresa apalancada (endeudada), es igual al valor de los recursos propios de la empresa sin apalancar más el valor del ahorro de impuestos a causa del pago de intereses. Por tanto, nos permite diferenciar cuánto del valor de la empresa corresponde a las decisiones de inversión -valor creado por el activo- y cuanto a las decisiones de financiamiento.

⁴ Y esta es la razón por la cual debe observarse cuidadosamente que, como es considerado después de impuestos, el tributo que se le deduce no es necesariamente igual al tributo pagado, sino que aquél se calcula sobre el resultado operativo, es decir que es el impuesto que la empresa hubiera pagado si no hubiese financiado parte de sus aplicaciones con capital de terceros pues los intereses de las deudas afectadas a la obtención de ganancias gravadas son deducibles en la mayoría de las legislaciones impositivas sobre la renta.