

LA VALORACIÓN DE EMPRESAS EN ESCENARIOS DE INCERTIDUMBRE

Por: José Espinosa Osorio ¹

RESUMEN: Valorar es emitir una opinión sobre el futuro lo cual es necesariamente subjetivo, independiente de su fundamentación. El elemento subjetivo de la valoración está relacionado con las respuestas a las siguientes inquietudes: valor para qué, valor para quién y valor en qué circunstancias. La valoración tiene un sesgo resultante de los supuestos y los juicios de quien la elabora. No existe un valor absoluto y único para medir una realidad económica, sino un valor razonable por el criterio, la técnica y los supuestos en que se fundamenta. El hecho de usar modelos matemáticos no asegura tal precisión, puesto que los datos que se utilizan tienen incertidumbre y tienen el sesgo de los juicios del evaluador sobre el futuro de la compañía. No podemos esperar tener certidumbre en la valoración cuando los flujos de caja y las tasas de descuento son estimaciones sujetas a error. No existe un valor absoluto y único para medir una realidad económica.

PALABRAS CLAVES: Valoración, Metodologías, Escenarios, Valor de Mercado, Valor en Libros, Inversión, Dividendo, Flujo de Caja Libre, Riesgo Financiero, Betas, Incertidumbre.

THE ASSESSMENT OF COMPANIES IN STAGES OF UNCERTAINTY

ABSTRACT: To value is to issue an opinion about the future, which is necessarily subjective, independent from the fundamentals it is based upon.

The subjective element of valuation is related with the answers to the following concerns: value for what, value for whom and value under which circumstances. Valuations have a bias resulting from the assumptions and judgments of who prepares the valuation.

There does not exist a sole and absolute value to measure an economic reality, rather a reasonable value due to the criteria, technique and assumptions upon which it is based. The fact that mathematic models are used does not ensure such accuracy, in view of the fact that the data used has uncertainty and the bias of the opinions of the valuer about the future of the company.

We cannot expect to have certainty in the valuation when cash flows and discount rates are estimates subject to error. There does not exist a sole and absolute value to measure an economic reality.

KEY WORDS: Valuation, Methodologies, Scenarios, Market Value, Balance Sheet Value, Investment, Dividend, Free Cash Flow, Financial Risk, Betas, Uncertainty.

¹ Economista Universidad de Santo Tomás - Bogotá Especialista en Finanzas y Proyecto Universidad. Del Rosario – Bogotá. Especialista en Estudios Pedagógicos- Corporación Universitaria de la Costa. Docente a Nivel de Pregrado Áreas de Finanzas y Proyectos. Corporación Universitaria de la Costa. Docente a Nivel de Post-Grado. Universidad Libre – Universidad del Norte. Área Financiera. Consultor. E-mail: espincel@metrotel.net.co

INTRODUCCIÓN

La Valoración de Empresas corresponde a un trabajo que requiere conocimientos Técnicos y una experiencia para aproximarnos a su rango de valores, dentro de los cuales existe una mayor probabilidad de que se encuentre el valor de una empresa que ya está en marcha.

Como existen diferentes metodologías, las cuales tienen sus ventajas o desventajas que al utilizarse en la valoración de un negocio, generan información que una vez estudiada, analizada, evaluada permite alcanzar el objetivo consistente en la estimación de un rango de valores para acatar el valor de la empresa bajo estudio

VALORACIÓN DE EMPRESAS

El objetivo fundamental de la gerencia es la maximización del valor de las empresas y de la riqueza de los accionistas o dueños de la misma. Para esto se dispone de tres estrategias básicas que son:

- Inversión
- Financiación
- Políticas de dividendos

Las decisiones de Inversión están enfocadas a la generación de valor mediante el desarrollo de proyectos que generen una rentabilidad mayor al costo de oportunidad que refleje el nivel de riesgo del proyecto.

Las decisiones de Financiación, permite maximizar el valor de la empresa, a través de la estructura de capital óptima en términos de costos y de utilización de fuentes apropiadas.

La Política de Dividendos, se caracteriza por ser residual después de desarrollar las oportunidades de inversión que generen valor, así como también todas aquellas inversiones requeridas para el desarrollo normal del negocio.

Gerenciar una empresa es manejar la creación de valor, razón por la cual se hace indispensable la revisión y adaptación de las diferentes metodologías de valoración que permitan obtener información consistente entre el rango de valores de un negocio y su entorno micro y macro. No obstante la selección de la metodología apropiada para un negocio en particular, requiere de un trabajo especial.

La necesidad de realizar valoraciones económicas, no es una simple cuestión de moda. Muchas empresas se encuentran en continuos procesos de Valoración por motivos tan diversos como verse envueltos en operaciones de Fusión, adquisición o escisión, porque un grupo de accionistas lo demanda, porque un potencial inversor lo solicita o, simplemente, porque el equipo directivo quiere conocer si existe un desfase entre el valor percibido por el mercado y el que posiblemente puede generar la empresa.

Valorar es emitir una opinión, un juicio que siempre es subjetivo. Como toda opinión, puede o no estar suficientemente fundamentada. Los fundamentos de esa opinión no son exclusivamente técnicos, ya que valorar no es una tarea exclusivamente técnica, aunque tiene elementos técnicos que pueden invalidarla.

Una valoración correcta es aquella que está bien realizada técnicamente, que se fundamenta en supuestos razonables y que tiene en cuenta la perspectiva subjetiva bajo la que se lleva a cabo la valoración.

- ¿Valor para qué?
- ¿Valor para quién?
- ¿Valor en qué circunstancias?

Lo anterior nos lleva a decir que para valorar un negocio hay que saber del negocio, y una valoración es tanto más útil cuanto más se conozca de lo que se pretende valorar.

Para valorar correctamente hay que entender el modelo de valoración que se está aplicando; es decir, sus limitaciones conceptuales, los problemas en su aplicación, la razonabilidad de

los supuestos en que se basa.

Un proceso de Valoración no debe confundirse con un ejercicio puramente académico en el que se trate de demostrar las habilidades analíticas o cuantitativas de la persona o personas que llevan a cabo la valoración. Toda valoración tiene un objetivo. Un punto de vista, debe contar con una realidad existente y realizarse para obtener condiciones operativas.

Los elementos que intervienen en un proceso de Valoración son:

- Aspectos de Tipo Técnico.
- Aspectos de Negocio.
- Aspectos de Negociación.

Como se ha considerado que en la Valoración de Empresas hay un alto componente subjetivo, suele afirmarse que valorar es un Arte.

Las diferentes metodologías que se pueden identificar para la valoración de empresas en marcha son:

Métodos que no utilizan Información del Mercado:

- Valor en libros
- Valor ajustado en libros.
- Valor de liquidación.

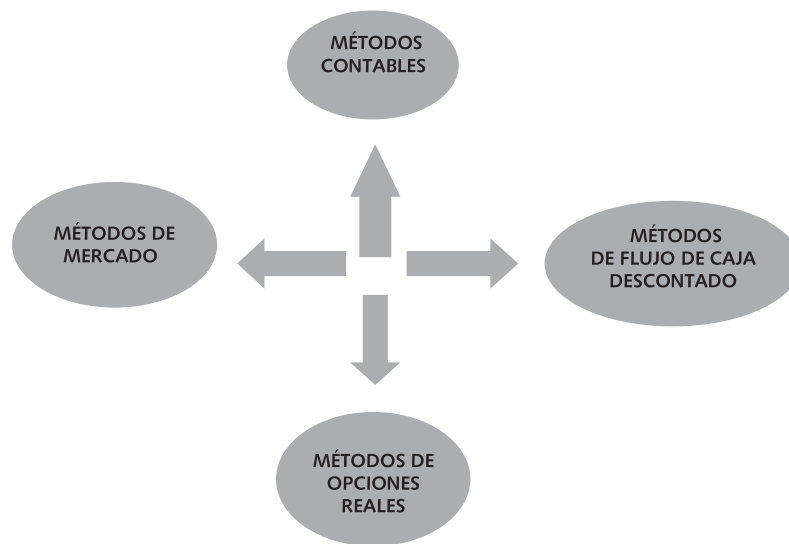
Métodos que utilizan Información De Mercado:

- Valor en bolsa.

Métodos que utilizan Proyecciones:

- Valor presente del flujo de caja libre para la empresa.
- Valor presente de los flujos de caja de los accionistas.

Utilización de los Modelos de Opciones



MÉTODOS QUE NO UTILIZAN INFORMACIÓN DE MERCADO

Valor En Libros

Se toma el valor del patrimonio contable. No hay ningún ajuste y resulta de restar los pasivos de los activos.

Es muy fácil de utilizar y es sólo un punto de

referencia que, por lo general, nadie considera como el verdadero valor de la firma.

Una de las causas de su imprecisión es la inflación que introduce serias distorsiones en las cifras contables.

Valor Ajustado En Libros

Este método calcula una especie de patrimonio

ajustado basado en un cálculo de lo que podría ser el valor comercial de activos y pasivos. Este reduce parte de las distorsiones que presenta el método del valor en libros. Al igual que el método anterior no contempla la generación de valor futuro, ni el know-how de la firma.

Valor De Liquidación

Este método consiste en calcular el valor de la firma por el precio de venta de los activos, una vez liquidada la firma.

A diferencia de los anteriores supone que la empresa no continua operando.

MÉTODOS QUE UTILIZAN INFORMACIÓN DE MERCADO

Valor En Bolsa

El valor de una firma que se cotiza en bolsa resulta de multiplicar el número de acciones en el mercado por el precio de mercado de la acción. Este método tiene limitaciones ya que es reducido e imperfecto. Los precios de las acciones no reflejan una demanda y oferta libre, sino que en muchos casos se consideran manipulados, por su concentración.

En Colombia hoy existen aproximadamente 96 empresas inscritas en la bolsa de valores y de ellas la de mayor bursatilidad suman 29.

Por lo general cuando se valora una empresa es porque alguien estaría eventualmente interesado en comprarla. De modo que quien va a comprar adquiere unos derechos sobre los flujos futuros que se van a recibir y en este caso se supone que compra la firma con pasivos o lo que es lo mismo la compra con el flujo de caja de los accionistas.

En el caso de que adquieran la firma sin pasivos comprará basándose en el flujo de caja libre.

MÉTODOS DE FLUJOS DE CAJA DESCONTADOS

En este tipo de metodologías se asume que el valor de la empresa será la suma de los flujos futuros que genere la compañía, descontadas a

una tasa que representa el costo del dinero.

De esta forma puede observarse que para estas metodologías no es importante el precio de los activos en el mercado, sino el flujo de efectivo que los mismos pueden generar formando parte de una firma.

Cuando se trabaja esta metodología, lo primero consiste en definir el número de períodos que van a proyectar los Estados Financieros y los Flujos de Cajas.

Esto depende de la economía y de la industria en donde se encuentre la empresa, de tal manera que en una economía desarrollada y un sector con cierto grado de estabilidad (la industria del acero en los EE.UU.), es usual proyectar de 8 a 10 años, mientras que en una economía emergente un sector industrial poco desarrollado, las proyecciones se podrían dar de 3 a 5 años. De ahí que el criterio para definir el número de períodos que van a proyectarse se basa en la estabilidad de la industria y el grado de certidumbre de las proyecciones.

La utilización del valor presente del flujo de caja libre para la firma (Empresa) conduce al valor total de mercado de la firma que es a su vez igual a la suma de los valores de mercado de la deuda financiera y del patrimonio. Por ello para encontrar el valor de mercado del patrimonio hay que restar del valor presente del flujo de caja libre para la firma, el valor de mercado de la deuda financiera.

MODELOS DE OPCIONES

Es muy reciente y su aplicación aún es principalmente académica.

Ello no implica que se deba desestimar, si se esta valorando algunos negocios como las concesiones o la valoración de contingencias, áreas en las cuales las otras metodologías muestran debilidades que restringen su aplicación real.

Una opción financiera es un contrato que da el derecho a su poseedor de vender o comprar

un activo a un precio determinado durante un período o fecha prefijada.

Cada una de las metodologías anteriores produce información útil que bien evaluada puede ser utilizada en la definición de un rango de valores dentro del cual existe la mayor probabilidad de que se encuentre el valor de la empresa que se está valorando. No se debe desechar a priori ninguna de las metodologías enunciadas por sencilla que ella sea.

El profesional que hace valoración debe tener el criterio suficiente para determinar cuando se debe descartar la información que produce alguna de las metodologías, ya sea porque la misma es inconsistente o porque su aplicación no es relevante (por ejemplo, utilizar un valor de reposición, cuando ha cambiado dramáticamente la tecnología implicada en los procesos de la empresa bajo valoración). Lo importante es encontrar consistencia entre los valores que arroja cada uno de los métodos alternos y poder discernir si cada uno de ellos está agregando información útil al proceso.

TOMA DE DECISIONES EN INCERTIDUMBRE

La conformación de los escenarios en los cuales se va a analizar la empresa constituye otro aspecto de la mayor importancia, ya que el valor resultante dependerá del escenario proyectado. No puede valer lo mismo una empresa en un escenario de crecimiento alto de la demanda, que uno recesivo. Para hacer una calificación del riesgo se suele hacer análisis de sensibilidad alrededor de escenarios.

Esto como una forma de tener en cuenta el riesgo derivado del comportamiento de la economía, con relación al tema de:

- Selección de Escenarios.
- Proyecciones.
- Análisis de Sensibilidad.
- Riesgos.

La selección de escenarios adecuado para hacer una calificación del riesgo involucrado en la valoración de una empresa corresponde a un aspecto crítico de la mayor importancia, como consecuencia del impacto que puede tener sobre el valor del negocio. En este sentido se deben utilizar escenarios contruados por entidades especializadas que tengan una consistencia teórica, respecto al comportamiento de las diferentes variables macroeconómicas y a las relaciones existentes entre ellas.

Para la proyección de la empresa se debe adoptar una posición, estableciendo claramente los supuestos sobre los cuales se hace esa proyección y la perspectiva que se está utilizando, introduciendo elementos de planeación en la misma proyección sin caer en el absurdo de proyectar situaciones irrealizables.

En la medida en que se va ganando experiencia en la valoración de empresas, se tiende a simplificar los modelos y a enfocarse sobre el comportamiento de los factores críticos. En todo caso se requiere un compromiso entre simplicidad y realidad en la elaboración del modelo de proyecciones para valoración.

Con relación al análisis de sensibilidad se debe simplificar centrándolo sobre unos factores críticos que puedan afectar el valor del negocio.

El análisis de sensibilidad permite una cualificación del riesgo. En la teoría financiera se han desarrollado modelos de mayor o menor sofisticación que utilizan una asignación subjetiva de probabilidades, a través de los cuales se pretende hacer una cuantificación del riesgo.

La mayoría de valoraciones se restringen a una cualificación del riesgo a través del análisis de la empresa en dos o tres escenarios. El análisis de riesgo se complementa con un análisis del comportamiento de los factores críticos dentro de cada escenario y con un ajuste o prima a la tasa de descuento, tratamiento subyacente a la utilización del modelo CAPM.



MODELO CAPM: MODELO DE VALORACIÓN DE ACTIVOS DE CAPITAL

$$K_j = K_f + B (K_m - K_f)$$

K_j: Rendimiento mínimo exigido para cada nivel de riesgo.

K_f: Tasa Libre de Riesgo.

B: Índice de Riesgo.

K_m: Rendimiento del Mercado.

Podríamos concluir que aunque existan muchas técnicas desarrolladas para la valoración de empresas, no se puede perder de vista la incertidumbre que se da alrededor del proceso.

En estudios realizados años anteriores, los ejecutivos de las empresas más grandes de Colombia percibían como principales causas del riesgo los siguientes:

- Inestabilidad de las medidas económicas y falta de continuidad en los Programas Sectoriales.
- Factores Políticos e Institucionales.
- Inestabilidad Política.
- Política cambiaria y de Comercio Exterior.
- Inestabilidad Social.
- Inseguridad.
- Orden Público.

CONCLUSIONES

El valor de una empresa hoy puede ser muy distinto del valor de la empresa mañana o dentro de una semana. Basta con que hayan cambiado factores de entorno, decisiones de la competencia, cambios tecnológicos.

El valor de la empresa no es igual para todo el mundo. Depende de lo que cada cual piensa hacer con esa empresa y la visión que cada uno tenga de ella. Por eso es fundamental tener muy claro cuál es el objetivo de valoración. No es lo mismo valorar para comprar que para vender, para fusionar o para privatizar.

El valor de una empresa, al fin y al cabo, no depende solamente de la gestión. Desde luego que el valor es algo que se gestiona y lo manejan los directivos de la empresa. Pero, no hay duda de que la crisis por la que se ha pasado plantea la realidad de que el comportamiento del entorno puede ser muy determinante del valor de la empresa, y esto nos obliga a valorar no solamente con criterios puramente financieros, sino que se debe tener una visión del entorno, no sólo económico, sino político, social, de las relaciones internacionales, etc. Sobre esto la empresa no tiene tanto control y en últimas se convierte en la variable sistémica que puede ser determinante del valor de la empresa.

BIBLIOGRAFÍA

- Vélez Pareja, Ignacio: "Decisiones de Inversión".
Centro Editorial Javeriano 2004 – Bogotá
4ª Edición.
- Cárdenas, Jorge Hernán y Gutiérrez, María Lorena : "Gerencia Financiera"
Ediciones Uni. Andes – Bogotá 2004.
- López Lubian, Francisco J.: "Finanzas Corporativas en la Practica"
Instituto de Empresa – Madrid. Edt.
Mc Graw-Hill. 2004.