

Valoración y Creación de Empresas

Autor: Jesus Osawldo Moreno



Valoración y Creación de Empresas / Jesus Osawldo Moreno, /
Bogotá D.C., Fundación Universitaria del Área Andina. 2017

978-958-5455-56-6

Catalogación en la fuente Fundación Universitaria del Área Andina (Bogotá).

© 2017. FUNDACIÓN UNIVERSITARIA DEL ÁREA ANDINA
© 2017, PROGRAMA ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS
© 2017, JESUS OSAWLDO MORENO

Edición:

Fondo editorial Areandino

Fundación Universitaria del Área Andina

Calle 71 11-14, Bogotá D.C., Colombia

Tel.: (57-1) 7 42 19 64 ext. 1228

E-mail: publicaciones@areandina.edu.co

<http://www.areandina.edu.co>

Primera edición: noviembre de 2017

Corrección de estilo, diagramación y edición: Dirección Nacional de Operaciones virtuales

Diseño y compilación electrónica: Dirección Nacional de Investigación

Hecho en Colombia

Made in Colombia

Todos los derechos reservados. Queda prohibida la reproducción total o parcial de esta obra y su tratamiento o transmisión por cualquier medio o método sin autorización escrita de la Fundación Universitaria del Área Andina y sus autores.

Valoración y Creación de Empresas

Autor: Jesus Osawldo Moreno





Índice

UNIDAD 1 Gerencia del valor ¿moda y cultura?

Introducción	7
Metodología	8
Desarrollo temático	9

UNIDAD 1 Sistema de creación del valor

Introducción	18
Metodología	19
Desarrollo temático	20

UNIDAD 2 Otras formas de llegar al valor

Introducción	28
Metodología	29
Desarrollo temático	30

UNIDAD 2 Razones para valorar una empresa

Introducción	38
Metodología	39
Desarrollo temático	40



Índice

UNIDAD 3 Analisis financiero

Introducción	49
Metodología	50
Desarrollo temático	51

UNIDAD 3 Estructura financiera y valor de la empresa

Introducción	61
Metodología	62
Desarrollo temático	63

UNIDAD 4 Errores en la valoración de la empresa

Introducción	70
Metodología	71
Desarrollo temático	72

UNIDAD 4 El paso de la teoría a la práctica

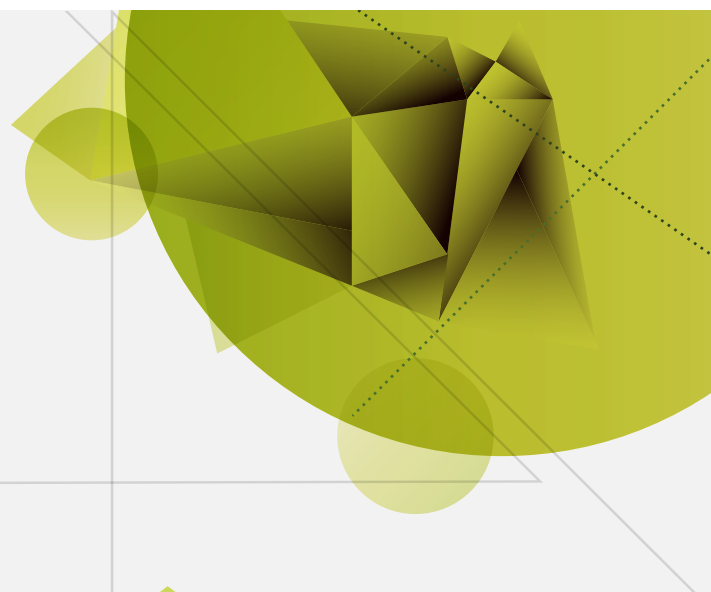
Introducción	80
Metodología	81
Desarrollo temático	82

Bibliografía	91
--------------	----



1 Unidad 1

Gerencia del valor
¿moda y cultura?



Valoración y creación de
empresas

Autor: Oswaldo Moreno

Introducción

La competitividad se hace cada día más evidente, los procesos de globalización, automatización, liderazgo corporativo y alianzas estratégicas marcan un nuevo rumbo en la forma de manejar y producir los productos y servicios. La presente cartilla busca calificar el concepto de gerencia del valor ¿moda o cultura?, concepto de valorización, origen de la creciente preocupación por el valor y la diferencia entre precio y valor.

El propósito fundamental de la cartilla es establecer saberes orientados hacia la fundamentación de procesos como factores claves del éxito en las empresas, donde se visualiza el futuro de una manera positiva con el único fin de potenciar a las organizaciones hacia la competitividad.

Las estrategias pedagógicas, tienen como finalidad sensibilizar al estudiante con lo que va a aprender durante el proceso de formación y abarca los siguientes ámbitos: motivación, actitud crítica, actuar de acuerdo a un proyecto de vida, proponer soluciones en un contexto determinado y manejo de la comunicación en sus distintos aspectos.

Explicación por parte del docente de los temas, ampliación y clarificación mediante las preguntas de los estudiantes, posteriormente se discutirá en el grupo con el fin de evaluar opiniones y criterios individuales y generar un ambiente de agrado donde los estudiantes puedan expresar sus ideas.

Lectura de textos y libros relacionados con los temas para complementar y profundizar, además de fortalecer habilidades y competencias de lectoescritura y generar cultura de lectura como fundamento de aprendizaje.

La Fundación Universitaria del Área Andina, a través de su programa Administración de Empresas, tiene el compromiso de formar profesionales autónomos y críticos, conscientes de su rol social y de la incidencia de sus acciones como ser humano transformador, esto con el objetivo de complementar su formación profesional y fortalecer sus competencias disciplinares.

Cuando se habla de planeación es visualizar sobre el futuro, es organizar todas las etapas y estrategias en donde se busca desarrollar unos lineamientos llamados objetivos, establecer recursos y definir las estrategias que se requieren para lograr el propósito de la organización con una mayor probabilidad de éxito.

Gerencia del valor ¿moda y cultura?

En el ámbito empresarial se ha hecho más evidente hablar del término de valor agregado como premisa de competitividad. Este término ha tomado fuerza, pero la definición no fue de los financieros sino de la producción, se trata de ofrecer un producto oportuno al consumidor. Este término fue tomando fuerza y se asoció con el sistema justo a tiempo modelo que nace después de la Segunda Guerra Mundial pero caló durante los años ochenta asociados con los avances tecnológicos y la cibernética.

Para las finanzas fue una época donde el concepto de finanzas se masificó, luego en la época de los noventa, acuñaron ese concepto los funcionarios del área de mercadeo con la frase “cultura de servicio”. Es de enfatizar que cuando se arraiga una cultura se convierte en moda, los individuos actúan de acuerdo de un estereotipo marcado, para las empresas no es la excepción estas teorías culturales buscan mejorar las condiciones de vida de las personas y más aun de las personas. En la actualidad existen escalafones en donde califican las mejores empresas desde el punto de vista de la calidad de vida de sus trabajadores, fácilmente en las redes sociales y en las bases de datos en la red.

Para la parte directiva de las empresas el concepto valor agregado lo constituye la forma como el patrimonio se valora a través de la maximización de los recursos. Al respecto (Ardanaz, 1999), afirma “En economía, un economista neoclásico llamado Alfred Marshall ya había mencionado el concepto de generación de valor económico, debido a que lo que el capital produce debe generar ingresos superiores a los costos de oportunidad”.

En efecto la ecuación es sencilla las empresas en sus políticas de crecimiento y competitividad deben incrementar sus ingresos, pero no es una tarea fácil, en la actualidad existen empresas dispuestas a ofrecer un

producto o servicio con estándares de calidad pertinentes, a precios favorables para los consumidores, mediante campañas de publicidad impactantes, hacen de la competitividad un concepto de aplicación de valor agregado, el cual para las empresas no es fácil sostenerse en mercados competitivos, para perdurar se necesita constancia e innovación tecnológica.

Con relación a los costos es el valor que la empresa invierte para sacar una producción al mercado en él se tienen factores como: la materia prima, insumos, mano de obra directa e indirecta y los costos generales de fabricación (servicios, infraestructura, nómina entre otros).

Concepto de valoración

En la vida diaria los individuos se encuentran sumergidos en una serie de cuestionamientos sobre el costo de las cosas, a partir de la asignación salarial y los rubros en donde deben destinar sus ingresos "gastos" a partir de los frentes en donde deben invertir su dinero, las personas aplican una unidad de medida para que sus recursos no se acaben. De manera general se puede considerar en el campo empresarial la valoración como el proceso mediante el cual se obtiene una medición uniforme de los elementos del pa-

trimonio de una empresa o una medición de su actividad, de su potencialidad y alcances o de cualquier otra característica de la misma que interese calificar o evaluar.

Valorar una realidad económica no es una tarea únicamente técnica de asignación, pues en ella pueden existir datos que no corresponden a la realidad y por lo mismo puede ser invalidada. Hay que entender que valorar es emitir un concepto, teniendo en cuenta una escala de valor, pero que independientemente a la opinión hay algunos criterios que se pueden salir de la decisión, porque se analizan parcialmente los criterios a evaluar, por lo tanto es siempre un ejercicio subjetivo. Para emitir una calificación, cuantificación o valoración debe estar lo suficientemente fundamentada por lo tanto el ejercicio no es solo de carácter técnico.

Por ello no puede existir un precio imperioso o único para el contexto económico, aunque existe un valor razonable. Una valoración correcta es aquella que se fundamenta en unos supuestos razonables y está bien realizada técnicamente. El componente subjetivo de cualquier valoración económica se estructura a partir de la respuesta adecuada a las siguientes preguntas:

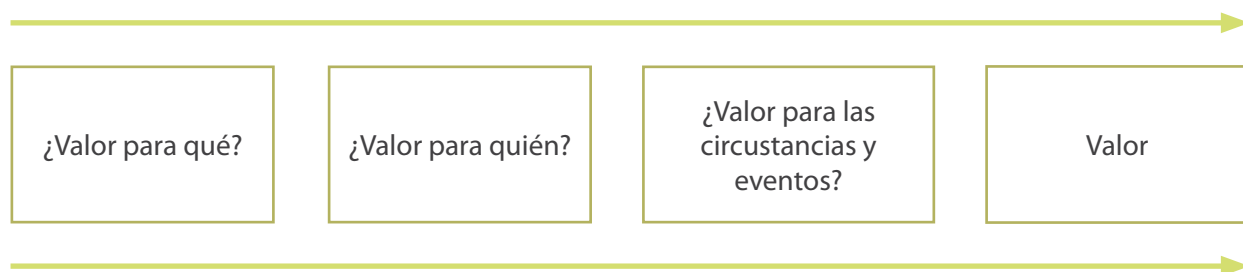


Figura 1.
Fuente: Propia.

De acuerdo con el esquema, se puede resumir el concepto de valoración de empresas y su significado dentro del contexto empresarial de acuerdo con los siguientes criterios según (Pascual, 2009):

1. Para valorar una realidad económica hay que conocer esa realidad. No existen "valoradores" universales.
2. La utilidad de la valoración de un negocio es directamente proporcional al conocimiento que del mismo tiene quien valora.
3. Valorar correctamente requiere entender el modelo de valoración que se pretende aplicar: limitaciones, supuestos teóricos y prácticos, etc.
4. Un modelo de valoración es tanto mejor cuanto más ayuda a entender la realidad del negocio que se pretende valorar.
5. Deben emplearse supuestos razonables y explicitar las variables que se emplean en el modelo: no existen fórmulas ni variables "mágicas".
6. En la práctica, el proceso de valoración no es un ejercicio puramente académico ni un despliegue de habilidades cuantitativas: toda valoración tiene un objetivo, un punto de vista y parte de una realidad objetiva.
7. Para una misma realidad económica, establecidos el qué, para quién y en qué circunstancias, el valor económico correcto es único con independencia del método o técnica empleado. Esto a pesar del contenido "subjetivo" del proceso.
8. Toda valoración debe contrastarse con resultados (vertiente "científica").

Concepto de valoración de una empresa

¿Qué es?

1. La valoración de una empresa es el proceso mediante el cual se busca la cuantificación de los elementos que constituyen su patrimonio, su actividad, su potencialidad o cualquier otra característica de la misma susceptible de ser valorada.
2. Se trata de determinar el valor intrínseco de un negocio y no su valor de mercado ni por supuesto su precio.
3. Al valorar una empresa se pretende determinar un intervalo de valores razonables dentro del cual estará incluido su valor intrínseco.

Imagen 1.

Fuente: Valoración de empresas flujos de caja y descontados, p. 10.

Origen de la creciente preocupación por el valor

En la actualidad el pensamiento del departamento financiero de las empresas está cambiando. La preocupación de incrementar sus utilidades, la expansión a nuevos mercados y la fidelización de los clientes, están elevando su mirada a dirigir aquellos aspectos que tienen relación con la planeación a largo plazo, sin desviarse del objetivo principal el aumento del valor de la empresa. Pero ¿Cuál es el motivo de generar valor y en particular la gerencia del valor (GDV)? Existen cuatro factores que a continuación se analizarán:

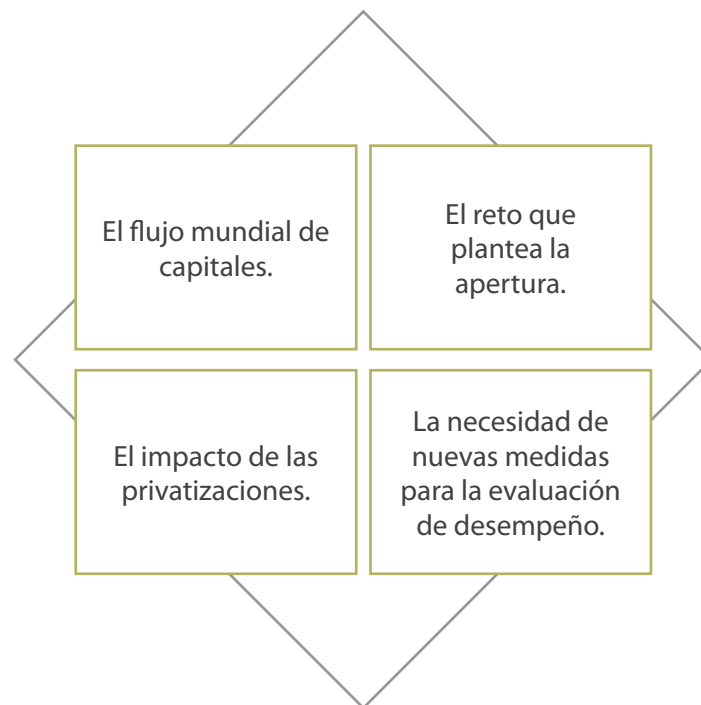


Figura 2.

Fuente: Propia.

- El flujo mundial de capitales: la reflexión es hasta qué punto la economía del país se beneficia a sabiendas que parte del capital es proveniente del mismo país, como en el caso del fondo de pensiones y que sus utilidades no son reinvertidas sino sacadas hacia las casas matrices de origen afectando el flujo de capitales en nuestra economía.
- El reto que plantea la apertura: con la eliminación de las fronteras imaginarias en cuanto a lo económico, el acceso a nuevas tecnologías e información por parte de las empresas ha posibilitado un crecimiento sostenible de las empresas y han cambiado el pensamiento con la implementación de políticas de desarrollo sostenible. En efectos las políticas ambientales se han convertido en un reto para la gerencia de valor y tiene repercusión en el contexto global.

Según (Biasca, 2001), La apertura económica ha forzado a las empresas domésticas a implementar procesos de reestructuración para evitar la migración de su valor. En efecto las empresas que no le den eficacia a sus procesos su valor descenderá.

- El impacto de las privatizaciones: la privatización del Estado ha sido uno de los lineamientos expresados en las políticas neoliberales. El ceder a particulares la administración de algunas empresas que en tiempos anteriores eran exclusivamente del Estado ha tenido repercusiones en los usuarios ejemplo el caso de la salud en Colombia “un problema de nunca acabar”.
- La necesidad de mejores medidas para la evaluación del desempeño: El mercado en la actualidad exige en las empresas un alto capital humano, por lo tanto es importante establecer estrategias y políticas en donde constantemente se revise la cualificación y la pertinencia de

los trabajadores, en la medida de la experticia de sus funcionarios, las empresas tendrán una forma de aumentar su valoración como lo constituye el grado de conocimiento de sus funcionarios.

Para concluir el origen de preocupación por parte de las empresas en cuanto a la generación de valor, está dada por las políticas de la globalización y para Colombia no es ajeno. Las empresas en el afán por su crecimiento establecen políticas no por convicción sino que son medidas copiadas de las tendencias expresadas en la globalización.

Diferencia entre precio y valor

Para la sociedad consumista, es evidente que las personas buscan cubrir sus necesidades y satisfacer sus deseos y que estos se adquieren a través del intercambio de una suma de dinero por la adquisición de un producto o servicio, la transacción comercial se percibe de forma natural pero de allí se desprende la siguiente serie de interrogantes:

- ¿Por qué una persona elige determinados productos o servicios ofrecidos en el mercado?
- ¿Cuáles son las causas que fijan la cantidad de dinero a entregar para poder realizar la compra de un determinado producto o servicio?
- ¿La cantidad de dinero que se paga por un producto o servicio es la más justa?
- ¿Cuáles son las variables que se deben tener en cuenta cuando se asigna un valor monetario a un producto o servicio?

Esta serie de cuestionamientos han traído como consecuencia una variedad de conceptos que dan pie para diferenciar la definición de precio y valor partiendo de la relación que existe entre los dos.

Para adquirir un producto o servicio se debe tener en cuenta en la mayoría de los casos su utilidad y esta es suministrada al valor que le dan los productores y el consumidor, qué está dispuesto a pagar para adquirirlo.

El precio es el valor que los consumidores dan por un producto o servicio, en las empresas para determinar el precio se deben tener en cuenta los siguientes conceptos:

- Materias primas.
- Mano de obra directa e indirecta.
- Costos generales de fabricación.
- Utilidad del producto o servicio.

La valoración es un concepto representado del valor en términos de dinero, obtenida de la evaluación de medios o agentes medioambientales, su objetivo es estimar las variaciones de los productos y servicios en cuestiones de bienestar y grado de aceptación del consumidor representado en calidad.

Las empresas cuantifican sus activos, pero también sus procesos, la calidad de sus personas, junto al conocimiento “sociedades del conocimiento” el valor de reconocimiento de su razón social. La valoración empresarial busca la cuantificación de los elementos del patrimonio buscando toda acción susceptible a valorarla.

Esta trata de buscar un valor intrínseco, es decir elementos subjetivos incuantificables que están por fuera del precio de la empresa; como por ejemplo el trabajo extra de los socios, las dificultades para poner en marcha el proyecto empresarial, entre otros.

Para concluir el precio es la cantidad monetaria que se debe pagar después de un proceso de negociación, pero la valoración va más allá porque tiene en cuenta las variables internas y externas de la empresa como:

Razones para valorar una empresa Internas (dirigidas a los gestores de la empresa)	Externas (necesidad ante terceros ajenos a la empresa)
Conocer la situación y/o evolución del patrimonio (medir la “creación de valor para el accionista”).	Transmisión (total o parcial) de la empresa.
Verificar la gestión llevada a cabo por los directivos.	Separación o incorporación de socios. Adquisición por parte de un grupo inversor: a) Interno (directivos): Management buy-out (MBO) b) Externo: Management buy-in (MBI) Fusiones.
Establecer las políticas de dividendos.	Solicitud de financiación bancaria.
Conocer la capacidad de endeudamiento. Ampliación o reestructuración interna del capital.	
Herencia, sucesión, etc.	

Figura 2.

Fuente: Valoración de empresas flujos de caja y descontados p. 11.

Etapas de valoración de una empresa

Para realizar este proceso es importante tener en cuenta las siguientes etapas:

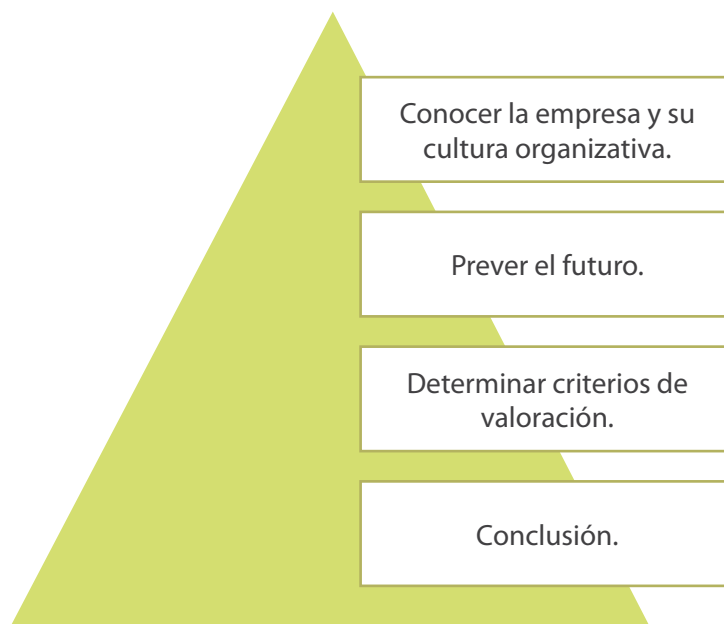


Figura 3.
Fuente: Propia.

1. Conocer la empresa y su cultura organizativa: para ello es necesario reconocer a las personas que están colaborando dentro del proceso empresarial, es importante establecer una prueba diagnóstica, instrumento importante dentro del procesos de gestión del recurso humano para reconocer el grado de actitud y aptitud de las personas y el nivel de compromiso de las mismas por desarrollar los objetivos corporativos para alcanzar las metas.
2. En cuanto a los aspectos externos de las mismas es realizar un análisis sobre la situación actual de la empresa en relación con el factor productivo externo, por ejemplo los clientes, proveedores, la banca, entre otros. En cuanto al aspecto interno también es importante conocer su evolución histórica y la situación actual con el fin de valorar su situación financiera y el sector productivo a donde pertenece.
3. Prever el futuro: corresponde en estimar el valor de la empresa de acuerdo con las condiciones que se pueden presentar en el futuro y los movimientos como el flujo de caja y las expectativas de riesgo predecibles que dependen del desempeño del mercado y lo que se espera. Para valorar las empresas se debe tener en cuenta las técnicas de valoración, con el fin de asignar el valor ajustado a la realidad.

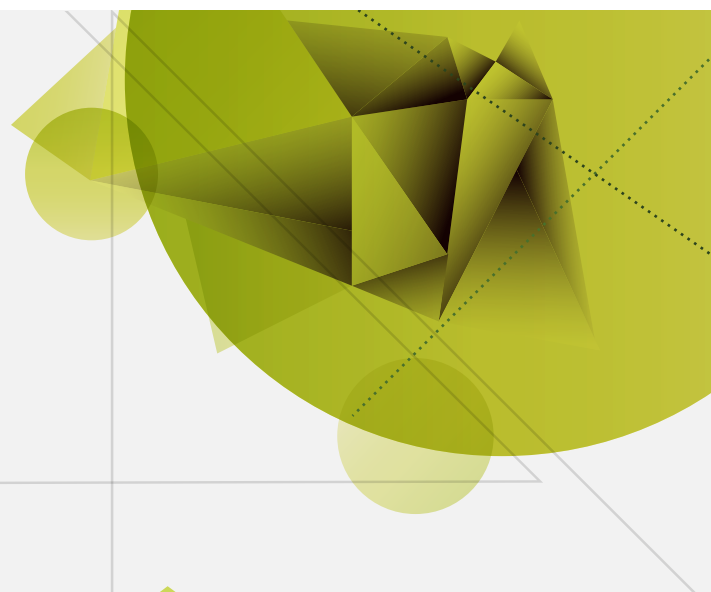
4. Determinar los criterios de valoración: para ello es necesario tener en cuenta variables como el costo de capital, las deudas en el corto y el largo plazo y todas las condiciones subjetivas que son objeto de estudio.
5. Conclusión: una vez aplicadas las herramientas de estimación después de los resultados obtenidos, consiste en el análisis minucioso de las condiciones actuales de la empresa, ese es el resultado final.



1

Unidad 1

Sistema de
creación del valor



Valoración y creación de
empresas

Autor: Oswaldo Moreno

Introducción

Hoy en día, reconocer el entorno empresarial es el primer paso que se debe realizar para poder adelantar un diagnóstico de valorización de empresas. Por ello, es relevante la identificación y caracterización de programas y técnicas de valoración, así como sus variables externas en los ámbitos económicos, políticos, sociales y culturales, y variables internas con los clientes, productos, competidores.

Es así como en la presente unidad se encuentran una serie de consideraciones para reconocer el marco general del concepto de sistema de creación del valor, beneficio neto esperado y la tasa de rentabilidad requerida en los proyectos de inversión.

El propósito fundamental de la cartilla es establecer saberes orientados hacia la Valoración de empresas, como factor clave del éxito en las empresas en donde se visualiza el futuro de una manera positiva con el único fin de potenciar a las organizaciones hacia la competitividad.

Las estrategias pedagógicas, tienen como finalidad sensibilizar al estudiante con lo que va a aprender durante el proceso de formación y abarca los siguientes ámbitos: motivación, actitud crítica, actuar de acuerdo a un proyecto de vida, proponer soluciones en un contexto determinado y manejo de la comunicación en sus distintos aspectos.

Explicación por parte del docente de los temas, ampliación y clarificación mediante las preguntas de los estudiantes, posteriormente se discutirá en el grupo con el fin de evaluar opiniones y criterios individuales y generar un ambiente de agrado donde los estudiantes puedan expresar sus ideas.

Lectura de textos y libros relacionados con los temas para complementar y profundizar, además de fortalecer habilidades y competencias de lectoescritura y generar cultura de lectura como fundamento de aprendizaje.

Sistema de creación del valor

Un sistema es un conjunto de pasos o de tareas organizadas de algún modo con el único fin de dar resultados para las empresas, lo representan las ganancias y el bienestar de los trabajadores que en ella laboran. Para las empresas la creación de valor lo constituye el hecho de que sus procesos, productos y clientela estén conformes con la gestión. Para ello en el proceso de valoración se pueden identificar tres elementos vitales para su desarrollo a través de:

- **Direccionamiento estratégico:** consiste en el diseño y la implementación de estrategias a través de que los colaboradores aplican. Es el desarrollo de un conjunto de tareas encaminadas al fortalecimiento de los procesos de la empresa enmarcadas en el concepto de calidad, desarrollo sostenible y políticas ambientales. El direccionamiento administrativo consiste en la manera de orientar del líder al grupo de trabajo el desarrollo de los objetivos a través de la motivación y las políticas de incentivos.

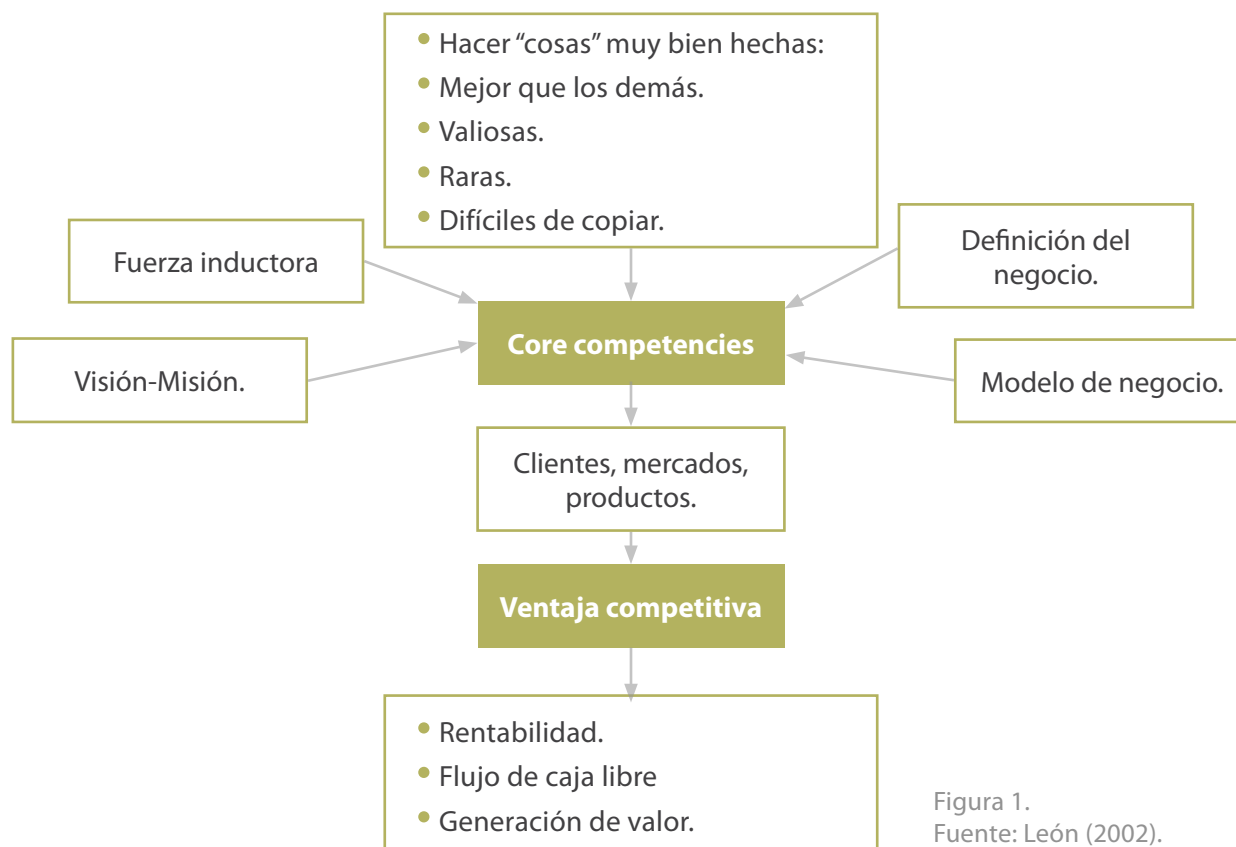


Figura 1.
Fuente: León (2002).

Gestión financiera: Este elemento está ligado con la administración de todo el capital financiero de la empresa y la correcta utilización de este recurso. Para las empresas es de vital importancia el manejo de las relaciones financieras, pues esta se puede constituir con una fuente de obtención de recursos financieros a través de créditos blandos (bajo interés) que permita financiar los proyectos establecidos en la primera etapa. El éxito de la gestión financiera está en la asignación presupuestal de cada departamento de la empresa y el seguimiento de la misma. Esta entre sus tareas posee la responsabilidad de procesos propios de la contabilidad como lo constituye la tesorería, la cartera de los clientes (relación de facturas y los vencimientos) y el pago de todos los conceptos propios del funcionamiento de la empresa entre otros.

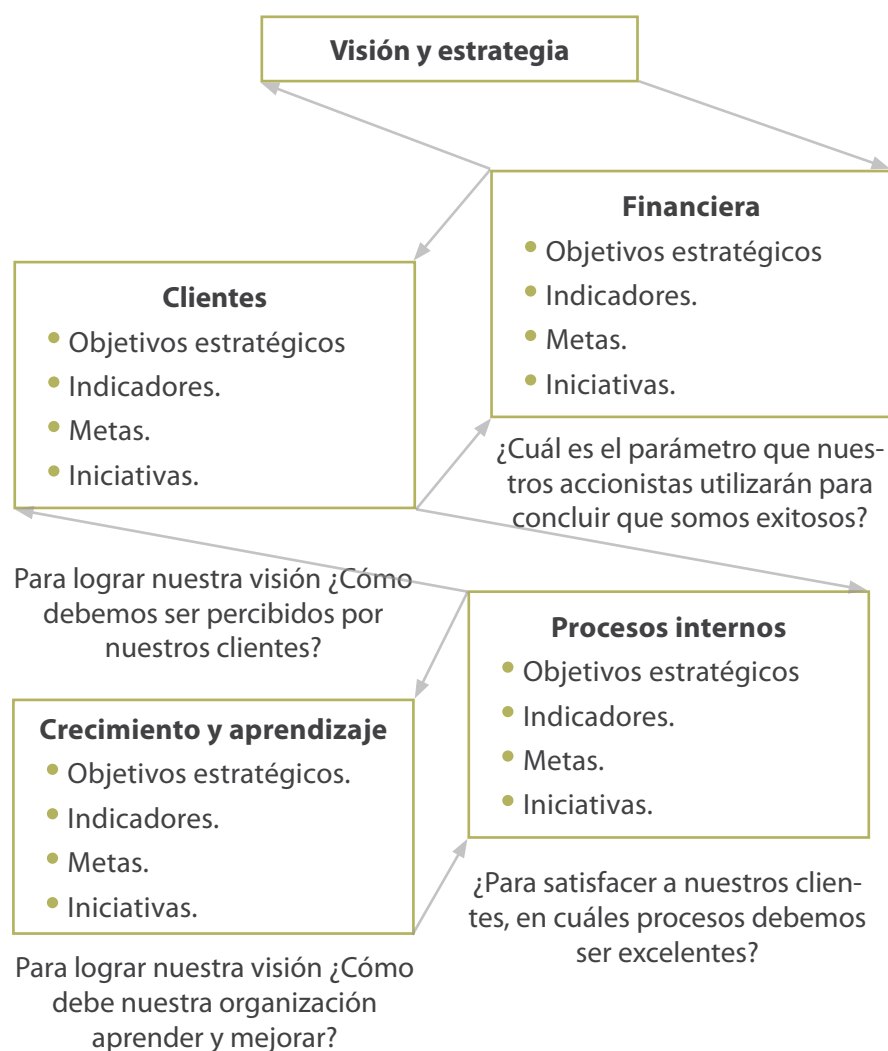


Figura 2.

Fuente: Modelo general del Balanced Scorecard o Cuadro de Gestión Integral propuesto por Kaplan y Norton.

- **Gestión del talento humano:** el recurso más importante para las empresas lo constituye el talento humano, a través de la gestión se desarrollan programas tendientes a mejorar el bienestar de los trabajadores en una empresa. En la actualidad se habla del “capital intelectual” de las empresas constituyéndose en un criterio de valoración de las empresas, este se define como la capacidad, destreza y conocimientos que poseen los miembros de una organización y como los ponen a disposición del desarrollo de las estrategias corporativas en un periodo determinado.

Parte del capital de las empresas se utiliza para implementar planes de capacitación y de bienestar, de hecho al decir que el talento humano el recurso más importante de la empresa no deja de ser también el más complejo, precisamente por el comportamiento. No hay plan estratégico que no esté ejecutado por personas por lo tanto es de vital importancia que el equipo humano de una empresa esté predispuesto al trabajo y motivado para la consecución de las metas corporativas.

La comunicación es el canal necesario para que una empresa implemente sus planes corporativos, a través de ella se fortalece los canales de información y se asegura el cumplimiento de las tareas derivadas de la estrategias, es decir los miembros de una organización están en sintonía de un mismo canal que permite retroalimentar y robustecer la implementación y el desarrollo estratégico con miras a la obtención de resultados satisfactorios que permitan asegurar en las empresas un desarrollo sostenible y armónico a través de los planes de recompensas e incentivos.

La fórmula básica del valor

Cuando se habla de la valoración de un producto o servicio se debe tener algún criterio. Generalmente valorar tiene que ver con el grado de utilidad que este brinda al consumidor y la relación de que está dispuesto a dar por la adquisición del mismo.

Ahora, la utilidad no es algo del bien ni en consecuencia común para todo el mundo. Por consiguiente, el valor va a depender del binomio concreto sujeto (consumidor comprador) objeto (producto o servicio) que se considere. En este sentido, es preciso especificar que el valor de la empresa que se propone calcular es el correspondiente al propietario de la misma (capitalista) y, por extensión, al conjunto de inversores (capital propio más capital ajeno), dejando al margen el valor que ésta tiene para otros grupos de interés, como empleados, clientes, entre otros.

Pero para cuantificar o establecer el valor correspondiente, en la actualidad y como producto de la dinámica de los negocios existen circunstancias que validan el valor real de una empresa como los puede constituir: la transferencia total o parcial de su propiedad, obtención de nueva financiación ajena, solución de conflictos judiciales, estudios económicos, determinación de impuestos, medición de la gestión, entre otros. Estas circunstancias constituye para el experto unas variables que se deben resolver en el estudio de valoración de acuerdo a los normas establecidas y a la reglamentación impuesta por el mercado competitivo de la actualidad, como por ejemplo para liquidar un impuesto se exige seguir las normas especificadas en la legislación tributaria.

En conclusión valorar un bien se define

como la asignación de un precio, entendiendo que precio y valor no es lo mismo, siendo característicos entre ambos la certeza, según (Arrow, 1977) dice que “el valor es una posibilidad, mientras que el precio es una realidad”. Por lo tanto el precio es la cantidad de dinero que los consumidores están dispuestos a entregar para adquirir un producto o servicio y el valor es la eventualidad de cuantificar el valor monetario a las empresas teniendo en cuenta todos los criterios a analizar.

Métodos basados en el patrimonio de la empresa y en la información contable

Este método consiste en determinar el patrimonio actual de las empresas, información obtenida del proceso contable dentro del ciclo que por lo general es de un año para ello se puede realizar mediante la aplicación de los siguientes métodos:

1. Valor nominal: consiste en valorar la empresa de acuerdo al valor nominal de las acciones, es decir el valor inicial o de emisión de las acciones como resultado de dividir el capital de la sociedad por el número de acciones de la misma. Cabe agregar que este método solo se puede implementar para las sociedades de capital ya que en ella se registra la representación del socio y en los paquetes accionarios adquiridos. Una de las desventajas de este método es que no nos informa sobre el valor global de la empresa sino el valor real representado por los aportes de los accionistas sin tener en cuenta factores intrínsecos como lo constituye el acreditamiento, la representación de la marca entre otros.
2. Analítico o matemático: se efectúa la valoración al obtener datos del cierre de la contabilidad en un periodo determinado, es decir por su patrimonio neto (la

relación de los activos descontando los pasivos) sin tener en cuenta las provisiones o reserva legal y los dividendos o utilidades durante el periodo contable. El valor contable tiene una serie de limitaciones entre las que se pueden citar:

- Las estimaciones representadas por las amortizaciones (pérdida del valor de los activos fijos como consecuencia del uso y su desgaste), las provisiones (valor estimado que se guarda para cubrir los pasivos en el mediano y largo plazo).
 - Usa diferentes métodos para el tratamiento de las pérdidas y ganancias que se pueden presentar, para las empresas son distintos los criterios en relación con las ganancias y pérdidas, ejemplo: cuando se obtienen ganancias se reinvierten con el fin de prestar un mejor servicio y las pérdidas las asumen los socios. Como se puede observar depende de las políticas que caracteriza a las organizaciones.
 - La valoración de la empresa de igual forma en proceso de funcionamiento y liquidación.
 - Emplea criterios de valoración no uniformes para determinadas partidas (por ejemplo, las existencias pueden valorarse a precio de adquisición o de mercado, cuando éste último es inferior), en cuanto al manejo de inventarios y al sistema de valoración.
3. Activo neto: dentro de los instrumentos de análisis de la liquidez y solvencia, hace referencia a la posibilidad de responder por los activos a corto plazo

con sus activos como por ejemplo si una empresa tiene deudas se pueden cubrir con sus activos. Cabe aclarar que el activo neto real no coincide con el activo neto contable porque:

- No refleja la variación del precio que sufre ciertos productos sino que su valoración es constante.
- Las amortizaciones (gasto) no corresponden a la depreciación efectiva de los activos.
- Se provisiona sin tener en cuenta los verdaderos riesgos, es decir que no se tiene en cuenta el contexto externo del mercado y las decisiones cambiantes de los clientes.
- Valora activos que carecen de valor real.
- La no determinación de los pasivos ocultos.
- En ocasiones pueden haber activos que para la empresa no están contabilizados.

Este podría ser un buen método si además de lo mencionado anteriormente se le suma el valor del Good will (buen nombre), que se tendrá que cuantificar de acuerdo al nivel de reconocimiento por parte de los clientes. Pero también tiene deficiencias como lo constituye el hecho de que no tiene en cuenta las expectativas de crecimiento.

4. Valor sustancial: está constituida por el valor real del conjunto de bienes (activos) de la empresa, teniendo en cuenta el nivel de depreciación, necesarios para el funcionamiento de la misma y el mantenimiento de su capacidad productiva. Cabe aclarar que, los bienes ajenos a la explotación no serán valorados y que,

sin embargo, debemos incluir determinados elementos que aunque no pertenezcan a la empresa son utilizados por esta, como son por ejemplo: activos en alquiler, prestados o construidos en terreno ajeno.

Este método es útil ya que es empleado en la mayoría de fórmulas correspondientes a los métodos compuestos de valoración.

5. Valor de liquidación: representa los valores en el momento del cierre de la empresa, está determinado por la venta de sus bienes y el pago de sus deudas, así como de los gastos necesarios para la liquidación. Salvo para empresas que desaparezcan no tiene especial utilidad. Ahora bien, para aquellas empresas que permanezcan en funcionamiento podemos calcular un valor aproximado de liquidación, llamado valor liquidado, que será la cantidad por debajo de la cual no puede descender el valor de la empresa, ya que este representa el valor mínimo de enajenación (utilización).
6. Valor patrimonial en términos estocásticos: todos los métodos anteriores, a excepción del valor nominal, se pueden enfocar de forma estocástica (un comportamiento no determinado por las acciones de la predicción), considerando para cada partida no un solo valor, sino un conjunto de valores, cada uno de ellos con su respectiva probabilidad. Luego entonces los valores estarán formado por su media más su desviación, siendo las desviaciones de cada valor respecto a su media una variable aleatoria, que se considera que sigue una distribución normal, de media cero y desviación típica conocida.

El beneficio neto esperado

Este consiste en el grado de rentabilidad que obtiene una empresa de acuerdo a su inversión pero para ello es necesario tener en cuenta una variable como lo es el tiempo. La cifra de beneficio se debe obtener de forma intuitiva pero para ello es fundamental recoger los datos históricos y los antecedentes de los planes de inversión constituyéndose un mayor reto en el momento de la determinación del valor. El beneficio contable en el que puede estar inmerso una serie de predicciones que son susceptibles de cambios y que en ocasiones no son suficientes para tomar una decisión de inversión.

Las expectativas del mercado y las estimaciones son susceptibles de múltiples interpretaciones aspectos propios del mercado como la demanda, los precios, la inversión de la infraestructura, la escasez de la materia prima, los costos de producción y financieros, entre otros.

Para realizar un estudio sobre beneficio neto minucioso ajustado a la realidad empresarial competitiva es necesario identificar las características y los puntos claves en cuanto las características contables y de mercado:

- Ventas: se debe estudiar el crecimiento porcentual del volumen de ventas y las unidades que mayor grado de rotación tienen, también se debe determinar el valor estimado del crecimiento en cuanto al precio a través de las políticas económicas y factores propios de la macroeconomía como lo constituye la inflación.
 - Evolución del margen bruto de utilida-
- des: en todo proyecto de inversión, es importante determinar el nivel de utilidades durante los periodos establecidos que pueden ser: mensual, bimestral, trimestral, semestral, anual, este va de acuerdo con las necesidades corporativas y teniendo en cuenta el punto anterior está determinado por los ingresos.
- Evolución costos de la infraestructura: para desarrollar este criterio es importante reconocer si la sede de la empresa es propia o si es alquilada y si esta se adecua a las características o necesidades de la organización, en ese sentido representa como se retribuirá la inversión por este rubro a través del tiempo, el cálculo del mantenimiento, las mejoras de las instalaciones y los planes de financiación a que hubiese lugar.
 - Evolución de los intereses de la deuda: corresponde a la restitución de los recursos obtenidos en el mercado financiero y en qué periodo de tiempo se cubrirán estos pasivos.
 - Evolución de los impuestos: en ese sentido lo constituye el pago en el orden tributario de todas las obligaciones que este genera y la capacidad de la empresa para responder con estos compromisos derivados de la actividad mercantil.
 - Evolución de las inversiones en reposición: está constituida por cómo va a ser el comportamiento de las inversiones representada en ingresos y ganancia para la reposición de la inversión. Para llegar a estimarlos hay que partir de la respuesta a los siguientes cuestionamientos:

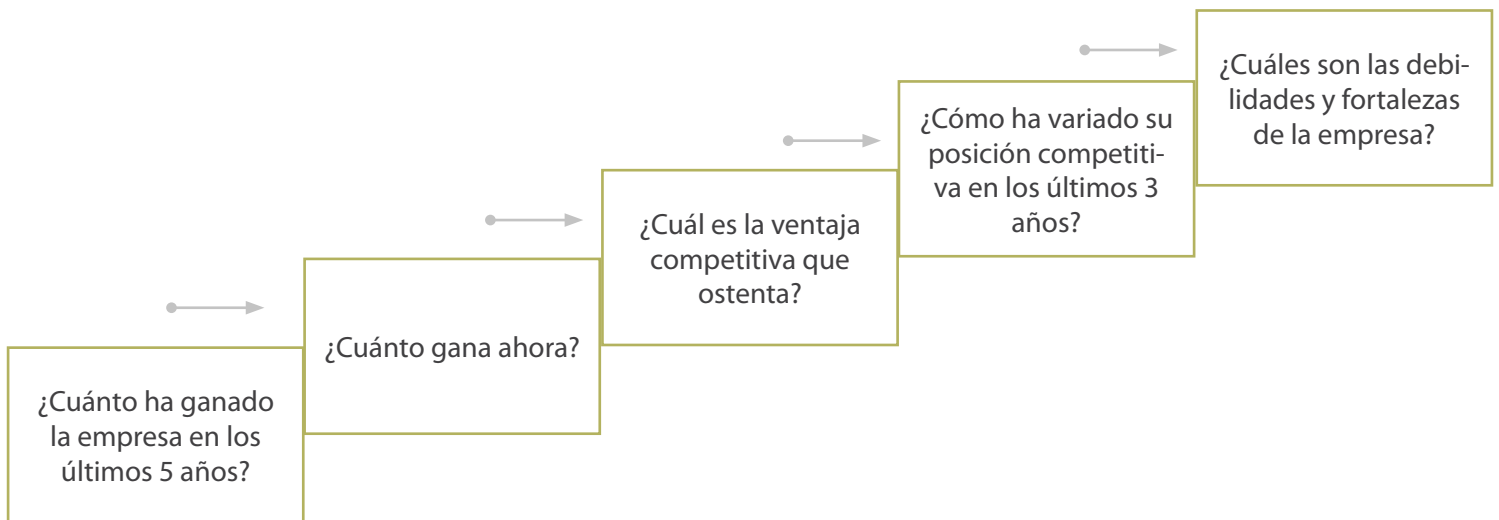


Figura 3.
Fuente: Propia.

La tasa de rentabilidad requerida (R)

Es la estimación del costo de oportunidad que tiene el accionista respecto al capital comprometido en la compra de la empresa. Dicho costo de oportunidad es una apreciación personal y por tanto puede ser distinto entre comprador y vendedor. La tasa R tiene dos componentes:

- El costo o la rentabilidad del dinero sin riesgo. El costo del dinero sin riesgo que se suele tomar como referencia en las valoraciones de empresas en España es la rentabilidad media que en el momento de la inversión se pudiera obtener invirtiendo el dinero en bonos u obligaciones del Estado.
- La prima de riesgo que el inversor le asigne a la empresa. Es el plus de rentabilidad que se le pide a toda inversión que tenga un riesgo implícito. Tiene dos componentes, basados en el grado de probabilidad o de incertidumbre respecto a la ocurrencia de un acontecimiento determinado:
 - Riesgo de quiebra.
 - Riesgo de volatilidad de los resultados. También puede descomponerse el riesgo según el sujeto o la causa del mismo:
 - El riesgo implícito de la empresa, debido a su modelo de negocio o su inexperiencia.
 - El riesgo genérico del sector, debido a las características de su entorno de competencia.
 - El riesgo del país o países en que la empresa desarrolla su negocio.
 - El riesgo global del sistema económico, debido a los altibajos propios de los ciclos económicos y los riesgos globales geopolíticos.

A large white number '2' is centered within a white circle. The circle is partially enclosed by a white dashed line that forms a partial square. The background is a solid green color.

2

Unidad 2

Otras formas de
llegar al valor

••••

A complex, abstract geometric design composed of various shades of green. It features overlapping triangles, circles, and lines, creating a sense of depth and movement. The design is set against a light gray background.

Valoración y creación de
empresas

Autor: Oswaldo Moreno

Introducción

La valoración de empresas con sus características están establecidas en identificar otras formas de llegar al valor en las empresas modernas. Desde entonces, el vaticinio industrial se ha ido perfeccionando al grado que en la actualidad todas las compañías importantes en el mundo cuentan algún tipo de este sistema, y un número cada vez mayor de empresas pequeñas está siguiendo este modelo.

Como consecuencia de esta implementación se ha producido un cambio fundamental en la estructuras de las organizaciones. El propósito de esta unidad es resumir estos conocimientos, en cuanto a los métodos como los constituye el valor y las ventas, el valor de una empresa en funcionamiento y otro en liquidación, los beneficios y dividendos esperados y la tasa de descuento o costo de capital.

Toda implementación del proceso de identificación de otras formas de llegar al valor, se da por la parte del administrador de la producción, la idea es que ellos deberían tener un conocimiento básico tanto el concepto como la práctica de los métodos de pronósticos de la producción y el punto de partida pueden ser las observaciones y sugerencias que realizan los clientes acerca del producto o servicio y el grado de respuesta a las mismas obteniendo éxito en los negocios.

La valoración de empresas, está entrelazada de modo inseparable con el proceso completo de la alta dirección; por tanto, todo directivo debe comprender su naturaleza y realización. Además, a excepción de algunas empresas, cualquier compañía que no cuenta con algún tipo de normalidad en su sistema de valoración, se expone a un desaparecer del mercado. Algunos directores tienen conceptos muy distorsionados de esta y rechazan la idea de intentar aplicarla; otros están tan confundidos acerca de este tema que lo consideran sin ningún beneficio, y algunos más ignoran las potencialidades del proceso tanto para ellos como para sus empresas. Existen quienes tienen cierto conocimiento, aunque no lo suficiente para convencerse que deberían utilizarla. Este trabajo pretende proporcionarles a todas estas personas un entendimiento razonable, claro, concreto, pragmático y completo de la planeación de la producción en sí, de cómo organizar su realización y de cómo implantarla.

Las estrategias pedagógicas, tienen como finalidad sensibilizar al estudiante con lo que va a aprender durante el proceso de formación y abarca los siguientes ámbitos: motivación, actitud crítica, actuar de acuerdo a un proyecto de vida, proponer soluciones en un contexto determinado y manejo de la comunicación en sus distintos aspectos.

Explicación por parte del docente de los temas, ampliación y clarificación mediante las preguntas de los estudiantes, posteriormente se discutirá en el grupo con el fin de evaluar opiniones y criterios individuales y generar un ambiente de agrado donde los estudiantes puedan expresar sus ideas.

Lectura de textos y libros relacionados con los temas para complementar y profundizar, además de fortalecer habilidades y competencias de lectoescritura y generar cultura de lectura como fundamento de aprendizaje.

En la presente cartilla se establecerán los métodos de serie de tiempo, el método de series de asociación, el control del pronóstico y el concepto de previsión. Dentro del contexto de producción, esta fundamentación es una herramienta esencial en los procesos de interacción de los departamentos de las empresas, permitiendo la ejecución de los planes y el logro de los objetivos.

Toda organización debe tener consigo un plan o herramienta fundamental a seguir, es la brújula por donde se dirige una organización hacia el logro de los objetivos y las metas propuestas. De tal manera que esta es el derrotero a seguir en la organización en función, interna y externa permitiendo un desarrollo y bienestar para las personas que pertenecen al equipo de trabajo.

Otras formas de llegar al valor

El valor y el PER (del inglés, *price-to-earnings ratio* o *P/E ratio*), se conoce como la relación que existe en el mercado entre el precio, valor y los beneficios que representan un inversión a través del tiempo especialmente cuando estas cotizan en la bolsa de valores. Se determina el número de veces que el beneficio anual de una empresa se encuentra incluido en el precio de la acción para la venta. Entre más elevado sea el PER los inversionistas están pagando más dinero por cada unidad de beneficio. La para hallar el costo-beneficio se puede representar a través de la siguiente fórmula:

$$\text{PER} = \frac{\text{Precio}}{\text{Beneficio por acción}}$$

El valor del PER se calcula dividiendo el precio nominal de la acción de la empresa expresada en el mercado bursátil, para liquidar este valor del beneficio anual se toma después del pago de los impuestos y de acuerdo del número de acciones que se hayan emitido y se aplica la fórmula. Ejemplo: la empresa El Cóndor cotiza sus acciones a \$15.000oo suponiendo el beneficio neto anual por acción es de \$1.200oo. En este caso, su PER es:

$$\text{PER} = \frac{\text{Precio}}{\text{Beneficio por acción}}$$

$$\frac{15.000}{1.200} = 12.5$$

En el proceso de interpretación de estas cifras lo que quiere decir es que el PER es elevado y las expectativas de valor son favorables debido a que la empresa está obteniendo un desarrollo sostenible y se anticipa a un crecimiento de los beneficios a futuro, pero también se puede interpretar que las acciones están sobrevaloradas y muy probablemente la acción alcanzó el techo.

A continuación en la siguiente tabla se expresan casos en los que actúa el PER en las empresas:

N/A	Si la empresa tiene pérdidas, su PER será indeterminado. Aunque se puede calcular un PER negativo, por convención se asigna un PER indefinido a estas empresas.
0-10	O bien la acción se encuentra infravalorada o los inversores creen que los beneficios de la empresa tienden al declive.
10-17	Para la gran mayoría de empresas, este valor de PER es el adecuado (i.e. retorno de inversión más beneficio estándar).
17-25	O bien la acción se encuentra sobrevalorada o los beneficios de la empresa han crecido desde que se publicaron los beneficios inmediatamente anteriores. También puede indicar que los inversores creen que en un futuro próximo los beneficios crecerán sustancialmente. Ejemplo: la especulación que se entiende como el incremento súbito como consecuencia de las acciones del mercado.
25+	Un PER de esta magnitud se puede deber a grandes expectativas de crecimiento de los beneficios futuros, o bien que la empresa se encuentra en el contexto de una. Los precios están inflados. Ejemplo cuando se presenta una burbuja financiera.

En el momento de interpretar el PER de una empresa es importante tener en cuenta sus expectativas de desarrollo, sus posibles beneficios futuros y el PER de otras empresas de su mismo sector.

El desarrollo de las empresas se evidencia a través de:



El valor y las ventas

Al momento de efectuar los procesos de ventas en las empresas se debe tener en cuenta los conceptos de valor y ventas ya que estos son conceptos diferentes y su interpretación no es la misma, a la hora de la presentación de los precios se debe destacar el valor del producto a vender resaltando su beneficio, sin descuidar los costos que la empresa asume en la fabricación del mismo.

Para hablar de valor se reconoce como la cuantía en términos subjetivos que cada cliente da a los productos y servicios, este se estima después de identificar la utilidad y los beneficios que en ellos se establece, de acuerdo a las expectativas esperadas al comprar y consumirlos. El valor se encuentra representado como el reconocimiento por parte del cliente a los productos y servicios, es subjetivo debido a que cada cliente opina de acuerdo a la utilidad y beneficios esperados. Si el valor que obtiene el cliente no compensa el precio que paga, difícilmente se producirá la venta.

Por lo tanto el valor es difícil de cuantificar, debido a que es una sumatoria de aspectos que el cliente evalúa constantemente, en función de costo y utilidad. Al interior de todas las empresas se constituyen cadenas de valor, es decir, cada área o empleados van añadiendo o estableciendo eslabones en función de cualidades y características del producto o servicio para que este sea competitivo dentro del contexto del mercado a través de la incidencia que este produce al consumidor en cuestiones de bienestar.

Cada individuo puede tener percepciones de valor diferente sobre los productos y servicios como por ejemplo lo que para

uno puede ser bueno e imprescindible para otros se puede constituir como normal y fácil de sustituir. Pero estas percepciones para las empresas constituyen una fuente de información en cuanto a las características particulares de cada persona.

En consecuencia no se puede determinar ni cuantificar las percepciones de los clientes sobre los productos y servicios. Un indicador fundamental para determinar el nivel de las percepciones lo constituyen las ventas, si son productos que se venden es porque generan valor por parte de los clientes y desde luego mientras más se venda y mayor cobertura se cubra, se debe entender que el valor se incrementa a través del consumo de las personas.

Por lo tanto es fácil decir que cantidad de dinero el cliente está dispuesto a pagar por los productos y servicios en la medida de que su percepción sobre el valor esté representada en satisfacción de sus necesidades. Este se constituye en un principio fundamental para diferenciar el concepto de precio de venta y valor de la elaboración del producto.

Si lo expresado anteriormente se traslada al interior de la empresa, es de precisar que cada área de la empresa debe agregar valor a los procesos y que este se acumula hasta generar satisfacción por parte del cliente final. Por lo tanto las cadenas de valor antes mencionadas se fundamentan en el grado de satisfacción de las necesidades se puede representar a través del consumo de un producto y servicio.

Para concluir es importante establecer que para mejorar el volumen de ventas en una empresa hay que incrementar al interior el concepto de valor, partiendo del hecho que

dentro de las organizaciones hay empresas dentro de la empresa y que cada una vende sus servicios al cliente interno, los cuales generan un valor agregado a los costos de producción y sus ganancias se encuentran representadas cuando el producto o servicio cumple con las expectativas planteadas por el cliente.

Valor en funcionamiento o valor en liquidación

Partiendo del hecho que el valor de una empresa lo representan los beneficios generados por la satisfacción de los clientes, se ha de comprender que una empresa no vale lo mismo en marcha cuando su capacidad productiva está en su máximo esplendor a través de la implementación de estrategias, en función de los activos tangibles e intangibles de la empresa, con el reconocimiento del sector externo y con la fidelización hacia el producto o servicio, con otra donde su moral se encuentra decayendo, parada, con pasivos incontrolables y desde la perspectiva de su cierre y liquidación de sus partes.

Para determinar el valor de las empresas en funcionamiento hay que tener en cuenta tres factores:

Las empresas suelen tener elementos que son valiosos en el momento de su valoración, pero que no son necesarios para el desarrollo del objeto social. Estos elementos reciben el nombre de activos ociosos que involucran elementos de todo tipo como por ejemplo lo constituye la inmovilización de:

- **Activos fijos:** se refiere al material que está en la empresa pero que no es utilizado en los procesos de producción actuales, por fecha de vencimiento, deterioro, o porque simplemente si se producen productos estacionales, aun no se ha programado su utilización. Es de mencio-

nar también que dentro de este grupo se encuentran los activos que no están siendo utilizados como es el caso de los vehículos, oficinas y maquinaria desgastada.

- **Activos financieros:** está constituido por el capital de la empresa invertido pero que su utilización es prevista en el largo plazo, son las participaciones financieras en otras empresas que no están relacionadas con el objeto social de la misma.
- **Activo circulante:** son los activos que tiene la empresa pero que no puede hacer uso debido a su obsolescencia, como por ejemplo el exceso de inventarios, productos que no están de moda, inversiones financieras que no generan beneficios para la empresa, entre otras.

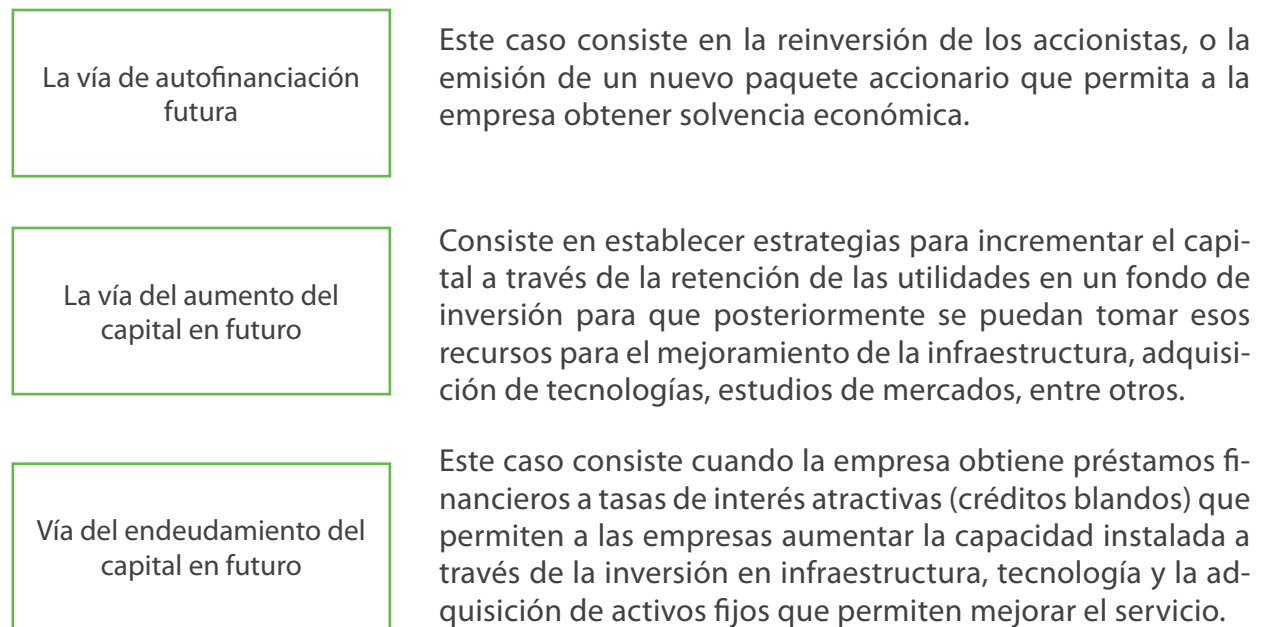
Es importante establecer que en ocasiones excepcionales una empresa tenga un mayor valor en un proceso de liquidación que en funcionamiento debido a que puede tener problemas dentro del sector productivo o que puede tener problemas en sus direccionamiento y administración.

Beneficios y dividendos

Este apartado da cuenta sobre la capacidad de la empresa para responder sobre las expectativas de sus accionistas en el momento de invertir un capital que bien puede ser propio o privado. En proyectos donde la rentabilidad sea igual o supere las expectativas tomadas de datos históricos es un proyecto rentable. Cabe agregar que cuando las empresas de manera relativamente rápida obtienen rentabilidad puede ser un arma de doble filo; por un lado los inversionistas al obtener rendimiento de su inversión se confían porque las tendencias del mercado están favorables, pero dado el caso que las condiciones cambien y no estén preparados para replantear el coletazo dejará para ello consecuencias catastróficas.

En el caso de repartir dividendos (ganancias), definitivamente no puede existir impacto sobre el crecimiento de la empresa ya que este solo se preocuparía por mantenerse y no por crecer. En este caso se deberá tener en cuenta tres vías posibles:

Figura 1.
Fuente: Propia.



Tasa de descuento o costo de capital

En el mundo financiero se utilizan herramientas importantes para la puesta en marcha de proyectos empresariales o el desarrollo de ideas emprendedoras, para ello es importante reconocer conceptos propios de los créditos. Para ello es importante tener en cuenta los siguientes factores:

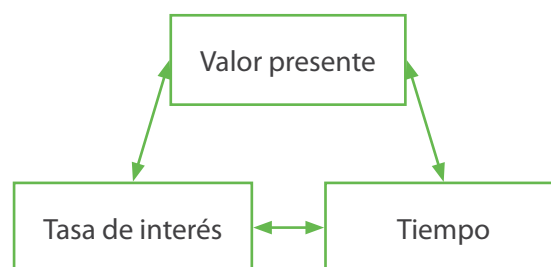


Figura 2.
Fuente: Propia.

La tasa de interés de oportunidad tiene dos conceptos:

- A nivel individual: cuando se trata de personas que acuden al sector financiero para solicitar créditos destinados a la compra de vivienda, adquisición de vehículos, estudios, viajes o libre inversión.
- A nivel de empresa o costo de capital promedio ponderado: consiste en el dinero que debe pagar las empresas (intereses) por la utilización de un dinero ajeno. Con el fin de financiar y obtener capital para desarrollar una idea emprendedora o realizar inversión en infraestructura con el fin de prestar un mejor servicio al cliente las empresas acuden a la banca para solicitar préstamos como fuentes de obtención de recursos destinados para su inversión.

En el caso de la tasa de interés es el precio que se paga por los fondos requeridos para la inversión; que para las empresas representa una medida de la rentabilidad mínima que se exigirá al proyecto precisamente para responder ante los compromisos adquiridos, según su riesgo de manera tal que el retorno esperado permita cubrir la totalidad de la inversión inicial, los egresos de la operación, los intereses pagados y la rentabilidad que el inversionista le exige a su propio capital invertido (capital propio) y el cual a su vez es la tasa asociada con la mejor oportunidad de inversión de riesgo similar

que se abandonará por destinar estos recursos al proyecto.

Para determinar el valor que se debe asumir por la utilización de un dinero ajeno, la tasa a utilizar es el costo de capital promedio ponderado representado por (CCPP) que se le exige como mínimo al proyecto para el retorno de la inversión. La tasa de descuento o costo de capital es el precio que las empresas deben asumir para pagar el capital ajeno representado en la inversión, que representa una unidad mínima de rentabilidad que se le exige al proyecto según el riesgo de manera tal que el retorno esperado permita cubrir la totalidad de la inversión inicial, los egresos de la operación, los intereses pagados y la rentabilidad que el inversionista le exige a su propio capital invertido (costo de capital propio).

Pero para que los empresarios asuman este costo de capital, estos deben visualizar una oportunidad de negocio que le permitan asumir el riesgo y responder por los compromisos adquiridos.

El costo de capital se refiere a cuanto se debe desembolsar por utilizar dinero ajeno, no solo por intereses sino por todos los otros conceptos.

Ejemplo:

Fuentes de financiamiento que se obtienen par aponer en marcha un proyecto

Fuente	% Total	Tasa / Periodo
Acciones	40	30% (tasa de op de accionista)
Banco A	15	34%
Banco B	20	36%
Extrabancarios	10	40%
Crédito proveedores	5	55%
Leasing	10	48%
CCPP = $0.40 \times 0,30 + 0.15 \times 0,34 + 0.20 \times 0,36 + 0.10 \times 0,40 + 0.05 \times 0,55 + 0.10 \times 0,48 =$ CCPP= 35,85%.		

2

Unidad 2

Razones para
valorar una
empresa



Valoración y creación de
empresas

Autor: Oswaldo Moreno

Introducción

Uno de los aspectos importantes para la valoración de empresas lo constituyen las razones para valorizar una empresa. Esta práctica se ha implementado desde el proceso establecido en la etapas de la valoración de empresas, los modelos de valoración y los elementos para determinar el valor de una empresa.

Sin embargo, el modelo por el cual se establecen las razones para valorar una empresa, requiere concretarse en el “mundo real”, pues los clientes son los que establecen las cualidades y características de los productos y servicios. En el ejercicio reflexivo y a fin de concretizar la gestión de la calidad, se realiza una aproximación a algunos componentes básicos de lo que debería ser dicha gestión en las empresas.

Las estrategias pedagógicas, tienen como finalidad sensibilizar al estudiante con lo que va a aprender durante el proceso de formación y abarca los siguientes ámbitos: motivación, actitud crítica, actuar de acuerdo a un proyecto de vida, proponer soluciones en un contexto determinado y manejo de la comunicación en sus distintos aspectos.

Explicación por parte del docente de los temas, ampliación y clarificación mediante las preguntas de los estudiantes, posteriormente se discutirá en el grupo con el fin de evaluar opiniones y criterios individuales y generar un ambiente de agrado donde los estudiantes puedan expresar sus ideas.

Lectura de textos y libros relacionados con los temas para complementar y profundizar, además de fortalecer habilidades y competencias de lectoescritura y generar cultura de lectura como fundamento de aprendizaje.

La Fundación Universitaria del Área Andina, a través de su programa Administración de Empresas, tiene el compromiso de formar profesionales autónomos y críticos, conscientes de su rol social y de la incidencia de sus acciones como ser humano transformador, esto con el objetivo de complementar su formación profesional y fortalecer sus competencias disciplinares.

Razones para valorar una empresa

El valor que puede tener una empresa varía de acuerdo con quien se interese por ella y los motivos que despierten su interés, es decir existen inversionistas que están dispuestos a pagar grandes sumas de dinero por empresas, solo con el único interés de favorecer sus intereses particulares.

Un ejemplo es el caso de Bavaria una empresa reconocida fue adquirida por el grupo Miller con el único propósito de fortalecer el mercado local y continuar con su cultura expansionista, el mercado regional que para este caso lo constituye Latinoamérica.

Tradicionalmente ha existido un debate alrededor de la diferencia entre el precio, el valor y el costo de una empresa (tema abordado en la cartilla 3). El precio de venta de

una empresa se define como la cantidad de dinero que está dispuesto a ofrecer un comprador acordado en un convenio con el vendedor que se materializa en una operación de compraventa.

El costo es lo que hay que pagar por poner en marcha y mantener los recursos de una empresa y el valor es la utilidad o capacidad de generar credibilidad representada en el bienestar de sus dueños y accionistas. Por lo tanto es imprescindible que la empresa revise sus procesos, la inversión y el crecimiento del capital intelectual. De hecho lo que hace que las personas perduren y progresen a la par de las organizaciones, hacen de estas instituciones de un alto valor.

Los propósitos o razones que llevan a los propietarios o administradores a valorar una empresa son muy diversos y se clasifican en tres grupos de acuerdo con los motivos que dan origen al proceso: definir conflictos legales, aprovechar oportunidades y los cambios estructurales internos originados por las tendencias del mercado. En ese sentido las empresas están en constante cambio debido a la dinámica del mercado que permite a las empresas acoplarse a las necesidades establecidas en las tendencias.

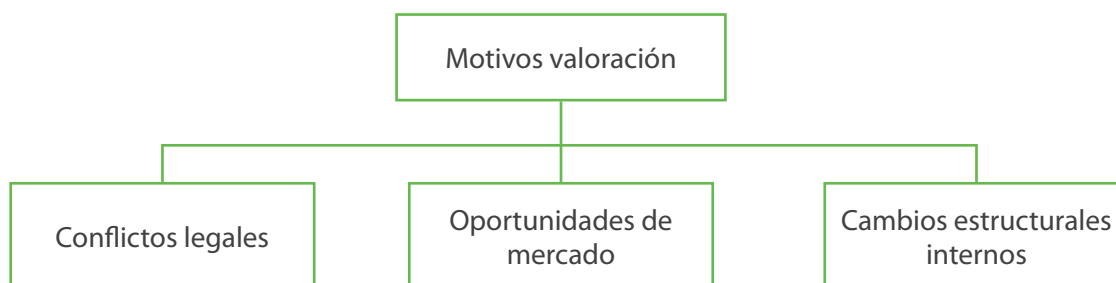


Figura 1.

Fuente: Propia, adaptado de Fernández (2000), Viñolas y Adserá (1997), Caballero (1998) & Santandreu (1990).

Conflictos legales	Oportunidades de mercado	Cambios estructurales internos
<ul style="list-style-type: none"> Definir la participación de los beneficiarios de una herencia, testamento o sucesión. Procesos de expropiación o nacionalización. La distribución de los bienes de un patrimonio conyugal (divorcio). Liquidación o quiebra de una empresa. Laborales, financieros fiscales y medioambientales. 	<ul style="list-style-type: none"> Operaciones de compra-venta de empresas. Emitir acciones o títulos de deuda. Compraventa de acciones. Definir estructura del portafolio de inversiones. Creación de grupos empresariales y unidades de negocios. Privatizaciones. IncurSIONES en nuevos mercados. Operaciones de fusión, integración o capitalización. 	<ul style="list-style-type: none"> Desarrollo de sistemas de remuneración basados en la contribución del trabajador o unidad al valor de la empresa. Procesos de planeación estratégica. Identificar productos, áreas o unidades creadoras o destructoras de valor. Decisiones como: escisiones, crecimiento, asociaciones, absorciones. Políticas de dividendos.

Tabla 1.

Fuente: Propia, adaptado de Fernández (2000), Viñolas y Adserá (1997), Caballero (1998) & Santandreu (1990).

En los procesos de valoración de empresas, su planeación debe responder a los siguientes interrogantes:

- ¿Para qué? Los resultados que se obtienen al valorar una empresa que está en proceso de liquidación pueden ser muy diferentes a los que se pueden obtener si la empresa está en venta, de hecho para los dos casos el comportamiento o la valoración es diferente debido a las condiciones o criterios de valoración.

- ¿Para quién? Son diferentes las percepciones que tienen sobre el valor de una compañía un comprador, un vendedor, un accionista minoritario, los acreedores o los prestamistas, entre otros, en conclusión pueden existir varios criterios sobre el valor dependiendo de la óptica por el cual se analice.
- ¿En qué circunstancias? Son distintas las condiciones de valoración dependiendo de la parte del ciclo económico (crecimiento, auge, decrecimiento o crisis), en qué sector o con qué tipo de negocio, entre otros, en otras palabras en qué circunstancias se está realizando la valoración.

Etapas del proceso de valoración de empresas

En el proceso de valoración de empresas se pueden utilizar muchos modelos, dependiendo del sujeto que valora y la finalidad con que lo hace. Sin entrar en discusiones cuáles son las virtudes e inconvenientes de cada uno de ellos, se acepta como más idóneos los basados en descuentos de flujos económicos.

Con independencia de modelo que se utilice, en todo proceso de valoración, se necesitan fuentes de información lo más objetivas posibles acerca de la empresa, a fin de comparar con un eventual precio de mercado el valor que esta pueda tener para cada sujeto decisorio, ya sea en mercados organizados o en la negociación privada.

No es en la búsqueda y tratamiento de dicha información donde entra en juego la situación o interés de cada agente (comprador potencial o vendedor), sino en la posterior formulación de métodos valorativos, donde se utilizará de un modo u otro las cantidades

objetivamente obtenidas. Así pues, antes de aplicar cualquier método de valoración hará falta cuantificar una serie de circunstancias referentes a la empresa, unas más cuantitativas que otras y muchas de ellas, además, en forma prospectiva.

Para comenzar este proceso, es necesaria la aplicación de principios de valoración para cualquier compañía, aunque con las diferencias típicas que caracterizan a un sector determinado en relación a los otros. Para ello se comenzará señalando que la valoración de una compañía es un proceso que se compone de una serie de etapas que se darán presentan a continuación:

- Conocer la empresa y su cultura organizativa: lo que implica conocer a su personal, su forma de actuar y de resolver problemas. En esta etapa se realiza una primera aproximación a las realidades de la empresa a valorar. Se visitan sus instalaciones y se conoce su personal clave. También es importante conocer la opinión de personas que sin pertenecer directamente a ella, tengan relación con su actividad y sector donde se desenvuelve.
- Conocer al equipo directivo: es generalmente aceptada y valorada la importancia de las personas que intervienen en la toma de decisiones empresariales a máximo nivel. Es importante conocer a estas personas y su vinculación con la empresa (socios, asesores, empleados, entre otros).
- Conocer el negocio y su entorno: es decir, quiénes son sus proveedores, clientes y competidores.Cuál es su salud financiera y cuál ha sido su evolución histórica. Analizar el sector en el que centra sus actividades y, por extensión, la situación económica general. Estudiar su plan de

negocio con objeto de estimar su viabilidad futura. También en esta etapa se procede a recopilar toda la información necesaria para conocer y definir el negocio (o negocios) en que trabaja la empresa, así como las variables que le afectan como tal. Será necesario estudiar la evolución histórica y la situación presente, con el fin de evaluar su salud financiera.

- El sector en que la empresa esté situada y de la economía en general del país o países donde desarrolla su actividad, así como el conocimiento de clientes, proveedores y competencia, es fundamental para una valoración correcta.
- Prever el futuro: consiste en calcular el valor de la empresa en relación a los flujos de caja que se estima genere en el futuro. Para ello habrá que crear una serie de escenarios futuros y aplicar una serie de métodos de valoración, que serán analizados posteriormente en este trabajo.
- Conclusión: consiste en matizar los resultados obtenidos para adecuarlos al objetivo de la valoración.

Modelos de valoración

Existen diversos casos en los que será necesario determinar el valor de mercado de una empresa. Sin duda, la compra y venta de una empresa es la razón más común. Otras razones son la planificación, reorganización o verificación de su valor para prestamistas o inversionistas.

La valoración de una empresa no es una ciencia exacta y puede variar en función del tipo de negocio y el motivo. Existe una amplia gama de factores involucrados en el proceso, desde el valor contable hasta un grupo de elementos tangibles e intangibles. En general, el valor del negocio dependerá del análisis del flujo de caja de la empresa. En otras palabras, su capacidad para generar utilidades constantes determinará finalmente su valor en el mercado.

La valoración empresarial se debe considerar como un punto de inicio con los compradores y vendedores. Generalmente, los compradores y vendedores no obtienen una cifra similar, dado que el vendedor busca un precio más alto. Su meta debe ser determinar una cifra aproximativa a partir de la cual el comprador y el vendedor puedan negociar un precio que convenga a ambos.

Como ya se ha venido hablando en las cartillas anteriores determinar el valor de las empresas es un proceso subjetivo por que consiste en el análisis de las percepciones de los agentes que intervienen en los procesos de negociación (comprador-vendedor, sector productivo, mercado entre otros. La valoración es un modelo usado para calcular un rango de valores entre los cuales se encuentra el precio de la empresa. Valoración, ¿En auge? La valoración es un instrumento de evaluación de los resultados de la empresa, teniendo en cuenta los siguientes criterios:

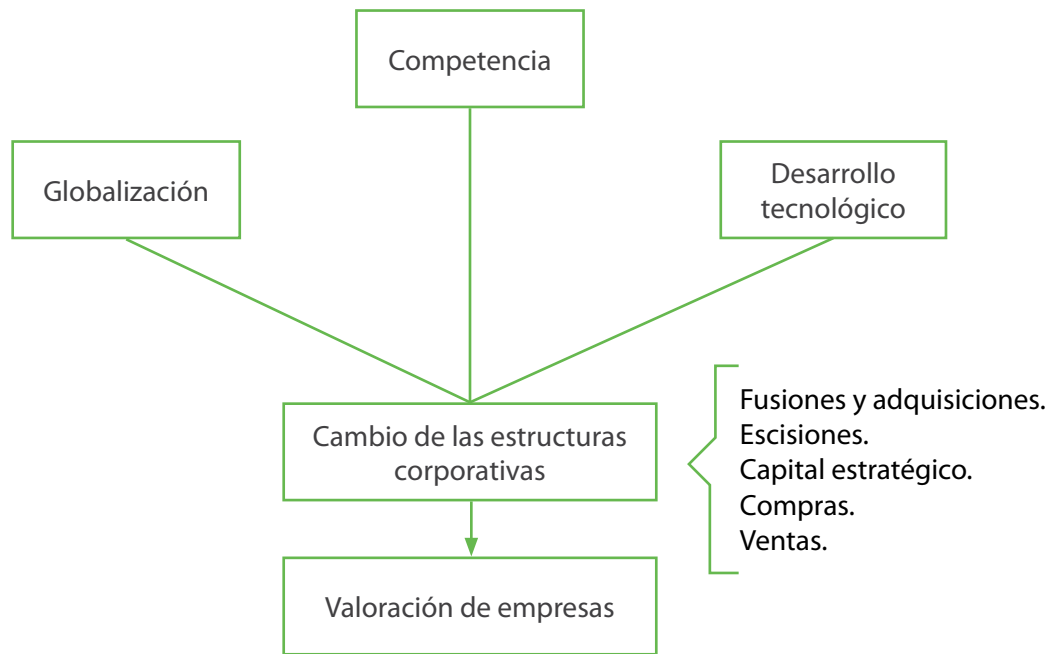


Figura 2.
Fuente: Propia.

Estos son los métodos utilizados habitualmente para obtener un valor:

Valorización de activos.

Capitalización de la valorización de utilidades.

- Valorización de beneficios del dueño.
- Valorización del mercado o multiplicador.
- Valorización de activos

Este método se utiliza cuando las empresas poseen o cuentan con una gran cantidad de activos. Dentro de este rango se encuentran las empresas manufactureras, este proceso considera para su ejecución cifras cuya suma determina el valor del mercado:

- Valor justo de mercado de los activos fijos y equipos: es el precio que se debería pagar en el mercado libre para comprar

los activos.

- Mejoras de la propiedad arrendada: son los cambios a la propiedad física que se considerarían parte de la propiedad si la vendiera o no renovara el contrato de arrendamiento.
- Beneficio del propietario: es el efectivo prudencial del vendedor por un año y lo puede obtener del estado de resultados ajustado.
- Inventario. El valor al por mayor del inventario, incluidas materias primas, trabajo incompleto y mercancías o productos terminados.

Capitalización de la valorización de utilidades

Este método no da valor a los activos fijos, como los equipos y considera un número mayor de intangibles. Este método de valo-

rización se utiliza mejor para empresas con pocos activos, como las empresas de servicio.

Se debe considerar al utilizar la capitalización de la valorización de utilidades. Recomienda dar a cada factor una clasificación de 0 a 5, donde 5 es el puntaje más positivo. El promedio de estos factores será la "tasa de capitalización", que se multiplica por el efectivo discrecional del comprador para determinar el valor de mercado del negocio. Los factores son:

- Razón del propietario para vender.
- Periodo en que la empresa ha estado en el negocio.
- Periodo en que ha tenido el negocio el propietario actual.
- Grado de riesgo.
- Rentabilidad.
- Ubicación.
- Historial de crecimiento.
- Competencia.
- Barreras de entrada al mercado.
- Potencial futuro del sector.
- Base de clientes.
- Tecnología.

Una vez más, sume las calificaciones totales y divídalas por 12 para obtener un valor promedio a ser utilizado como tasa de capitalización. Luego debe obtener una cifra para el "efectivo discrecional del comprador", que corresponde al 75% del beneficio del propietario (efectivo discrecional del vendedor por un año, como se indica en el balance de resultados). Multiplique las dos cifras para determinar el valor de mercado.

Valorización de beneficios del dueño

Esta fórmula se centra en el flujo de caja discrecional del vendedor y por lo general, se

utiliza para valorizar empresas cuyo valor proviene de su habilidad para generar flujo de caja y utilidades. Utiliza una fórmula bastante simple. Multiplique el beneficio del propietario por 2,2727 para obtener el valor de mercado. El multiplicador considera cifras estándares, como un 10% de retorno sobre la inversión, un salario mínimo vital equivalente al 30% del beneficio del propietario y un servicio de la deuda del 25%.

Valorización del mercado o multiplicador

Este método obtiene el valor de un negocio utilizando una cifra de venta "promedio del sector" como multiplicador. Este número promedio del sector se basa en el valor por el cual se han vendido recientemente empresas similares. Como resultado, se crea una fórmula específica para el sector, que generalmente se basa en un múltiplo de las ventas brutas. Algunas personas tienen problemas con estas fórmulas, porque a menudo no se centran en las ganancias netas o flujo de caja. Además, no consideran cuán diferentes pueden ser dos empresas dentro de un mismo sector.

Los siguientes son algunos ejemplos de multiplicadores del sector, tal como se menciona en el libro *The complete guide to buying a business* (Guía completa para comprar un negocio) de Richard Snowden (Amacom, 1994):

- Agencias de viajes: 0,05 a 0,1 X las ventas brutas anuales.
- Agencias de publicidad: 0,75 X las ventas brutas anuales.
- Empresas minoristas: 0,75 a 1,5 X las ganancias netas anuales + inventario + equipo.

Para encontrar el multiplicador correcto para su sector, puede intentar contactarse con su asociación comercial. Otra opción es

utilizar los servicios de un corredor o tasador que se especialice en negocios como el suyo.

Elementos para determinar el valor de una empresa

Son muchos los empresarios que, sumergidos en la rutina diaria, no se han detenido nunca a pensar en cuál podría ser el valor de su negocio. Suele suceder que después de años de ardua labor, lo que en un principio fue una iniciativa arrancada con escasos medios, puede haberse transformado en un apreciable reservorio de valor.

Aunque usted no piense en vender su empresa, siempre será estimulante saber cuánto vale para efectos de una solicitud de crédito o, simplemente, para conocer el monto del patrimonio que heredarán sus causahabientes.

Al entender el empresario los factores que determinan el valor de su negocio podrá asumir estrategias para incrementar la rentabilidad y posicionar adecuadamente a su empresa en el mercado. En este sentido es importante conocer los diferentes métodos de valoración que utilizan los expertos para saber cuál es el que mejor se adapta a cada empresa en particular. Los de más amplia aceptación en el mundo empresarial son los siguientes:

Método del valor en libros: consiste en restarle al valor de los activos el de los pasivos y establecer una identidad entre el valor de la empresa y el valor del patrimonio. En otras palabras, al capital social se le agrega el superávit -acumulado y el corriente- y las cuentas de reserva provenientes del balance. Si se ajusta este valor en consideración a factores intangibles como el prestigio (*good*

will) y los derechos de propiedad intelectual (marcas, patentes, derechos de autor) las cifras mejorarán pero no reflejarán en ningún momento los aspectos dinámicos propios de una empresa en marcha.

Esta valoración es simple por cuanto emana de los propios estados financieros pero suele ser muy baja en relación al precio justo de mercado de una empresa. El método del valor en libros, por lo tanto, establece el valor mínimo al que debe valorarse una compañía.

Valor de liquidación: se basa en la premisa de que una empresa puede venderse por partes en el mercado. Esto es, cuál sería el valor que se obtendría si se vendiera por separado la propiedad inmobiliaria, las maquinarias y equipos, el inventario, los derechos de propiedad intelectual, las acciones y demás inversiones en papeles, las cuentas por cobrar y se dispusiese del efectivo en caja y bancos. Enfoque similar es el que establece un valor con base al supuesto precio de reposición de todos y cada uno de los activos que conforman a la empresa.

Ganancias en exceso: se basa también en el valor de los activos tangibles y, mediante la aplicación del criterio del costo de oportunidad, compara el rendimiento de ese valor si fuese colocado en la mejor alternativa financiera con el flujo neto de ingresos de la empresa. La diferencia entre ambas magnitudes, arrojará un excedente que, al sumarse al valor en libros, representará el valor total de la firma.

Método de los múltiplos: toma en consideración los índices que genera el mercado con base en las operaciones de venta de empresas que se hayan efectuado en diversas áreas de la actividad económica. Los

promedios –múltiplos o *rules of thumb*- que resultan al aplicarse sobre el valor de las ventas o de los beneficios arrojará el valor de la empresa. Estos índices aparecen periódicamente en diversas publicaciones especializadas tales como el Business Reference Guide escrito y editado por Tom West (www.businessbrokeragepress.com). Los valores de múltiplos medios indican que la mitad de los ingresos están por debajo de la media y la otra mitad por encima. Por lo tanto, el valor medio es solo un punto intermedio que no representa el múltiplo de ingreso para cualquier transacción actual. A menos que la firma evaluada sea verdaderamente una firma media, entonces usar la *rule of thumb* para este propósito es incorrecto.

Análisis comparativo de valor: aunque el registro de las ventas de negocios es difícil de obtener, es posible hacerlo a través de operaciones que se realicen por intermedio de corredores afiliados a asociaciones como Business Brokers of Florida que lleva este tipo de estadísticas. Conociendo el valor de transacciones de empresas similares y efectuando los ajustes pertinentes se obtiene un valor aproximado de la compañía en análisis.

Flujo de caja descontado: se basa en el método de las ganancias en exceso pero sin tomar en consideración el valor en libros o el retorno ideal de la inversión. En su lugar, el valor de la compañía se establece con base en su capacidad para generar un flujo neto de efectivo a largo plazo. Mediante un detallado análisis de los costos, gastos e impuestos pasados y su proyección a futuro, se podrá descontar el flujo de caja para determinar el valor presente de la empresa.

Método ecléctico: toma elementos de los métodos anteriores y los conjuga para producir un valor que dependa de 3 factores:

1. Generación actual neta de efectivo.
2. Crecimiento del flujo de caja en el futuro predecible.
3. Retorno que los compradores requieren sobre la inversión que hagan en su negocio.

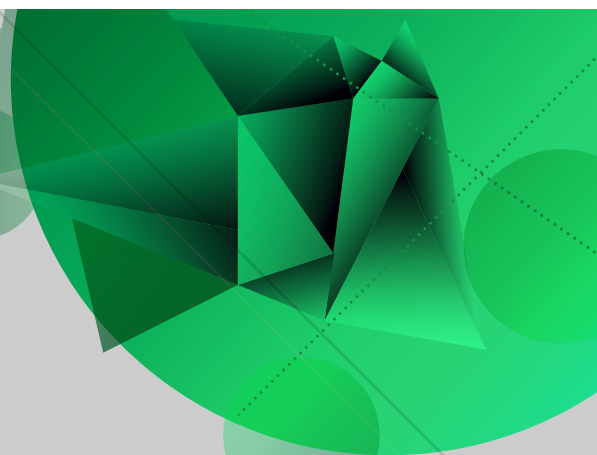
Este método es especialmente útil para valorar a empresas de pequeña y mediana escala en las que la figura del dueño y la del gerente se confunden a menudo. En consecuencia, para tener una idea aproximada del flujo de caja neto del que dispondría un supuesto comprador, si comprase, deberá incluirse dentro del análisis los valores correspondientes a depreciación y amortización de activos, salarios y gastos personales de los dueños y los gastos causados que no son recurrentes. Al proyectar este flujo, acumularlo en anualidades y dividirlo por el monto invertido se obtendrá el múltiplo de recuperación de la inversión.

Para concluir, el uso de todos los métodos descritos apunta siempre hacia la obtención de la cifra mágica que mejor se acerque al valor justo de mercado del negocio, o sea, el precio al que un vendedor motivado está dispuesto a vender y el monto que un comprador motivado estaría dispuesto a pagar, siempre y cuando ninguno de los dos esté sujeto a presiones indebidas. En todo caso, asesorarse con un evaluador experto que escoja el método que mejor se ajuste a su circunstancia en particular, es la mejor vía para despejar la incógnita en relación al valor de su negocio.

3

Unidad 3

Analisis financiero



Valoración y creación de
empresas

Autor: Oswaldo Moreno

Introducción

El análisis financiero se evidencia en el momento en que la parte directiva fija sus planes corporativos con miras al mejoramiento continuo de los procesos productivos con el fin de prestar cada vez mejor servicio y satisfacción de los clientes y consumidores dentro del mercado competitivo que se observa en la actualidad.

En la presente cartilla toma el concepto de análisis financiero, la elaboración de un método de valoración técnica de empresas, los criterios de valoración y selección de las inversiones, el cálculo del costo de una deuda, las formas de cálculo del costo de una deuda y el cálculo del costo de capital. El propósito fundamental de la cartilla es establecer saberes orientados hacia el diseño de operaciones y la gestión de calidad que permitan a las empresas el desarrollo sostenible y el crecimiento de la empresa, para ello es imprescindible tener en cuenta algunos términos propios de la producción.

Las estrategias pedagógicas, tienen como finalidad sensibilizar al estudiante con lo que va a aprender durante el proceso de formación y abarca los siguientes ámbitos: motivación, actitud crítica, actuar de acuerdo a un proyecto de vida, proponer soluciones en un contexto determinado y manejo de la comunicación en sus distintos aspectos.

Explicación por parte del docente de los temas, ampliación y clarificación mediante las preguntas de los estudiantes, posteriormente se discutirá en el grupo con el fin de evaluar opiniones y criterios individuales y generar un ambiente de agrado donde los estudiantes puedan expresar sus ideas.

Lectura de textos y libros relacionados con los temas para complementar y profundizar, además de fortalecer habilidades y competencias de lectoescritura y generar cultura de lectura como fundamento de aprendizaje.

La Fundación Universitaria del Área Andina, a través de su programa Administración de Empresas, tiene el compromiso de formar profesionales autónomos y críticos, conscientes de su rol social y de la incidencia de sus acciones como ser humano transformador, esto con el objetivo de complementar su formación profesional y fortalecer sus competencias disciplinares.

Analisis financiero

Este sistema es una técnica o herramienta que, mediante el empleo de métodos de estudio, permite entender y comprender el comportamiento del pasado financiero de una entidad y conocer su capacidad de financiamiento e inversión propia a través de comparaciones y grados de participación de las cuentas dentro del **balance general**.

Este proceso, se lleva a cabo mediante el empleo de métodos, mismos que pueden ser horizontales y verticales. Los métodos horizontales permiten el análisis comparativo de los estados financieros en diferentes periodos (años). Los métodos verticales son efectivos para conocer la participación proporcional de los diferentes conceptos (cuentas) que conforman los estados financieros con relación al estado financiero.

Ejemplo: la participación de la caja dentro del total del activo es del 20%, por lo tan-

to la empresa es económicamente viable ya que tiene recursos financieros para responder. La información obtenida de los estados financieros es el principio para la toma de decisiones financieras, para el caso existen categorías de análisis, teniendo en cuenta los estados financieros:

- **Análisis cualitativo y cuantitativo:** la información contable facilitada por las empresas debe ser útil para la toma de decisiones por parte de los inversionistas, actuales y futuros, de los gestores (directores, administradores), de los acreedores y de cualquier otra persona física o jurídica, privada o pública, interesados en la misma.
 - **Objetividad:** la información contable facilitada por las empresas debe cumplir las normas y principios contables emitidos por las organizaciones oficiales y profesionales creadas al efecto.
 - **Comparabilidad:** la información contable facilitada por las empresas debe ser homogénea en el tiempo, tanto en su estructura como en su valoración, para permitir su comparación periódica.
 - **Claridad:** la información contable facilitada por las empresas debe adoptar un lenguaje y una forma comprensible para los inversores, los

acreedores y cualquier otra persona física o jurídica, privada o pública, interesados en la misma.

Para garantizar el cumplimiento de los objetivos, tanto generales como cualitativos, de la contabilidad externa o financiera es indispensable la existencia de un conjunto de principios y normas, emitidos por organismos públicos y profesionales, que tengan validez a lo largo del tiempo y a nivel internacional.

Técnicas e instrumentos

Para desarrollar el análisis de los estados financieros existen una serie de técnicas e instrumentos que podemos clasificar como sigue:

Técnicas:

- Estudio cuantitativo y cualitativo de la estructura económica de la empresa.
- Estudio cuantitativo y cualitativo de la estructura financiera de la empresa.
- Estudio cuantitativo y cualitativo de la relación existente entre los elementos integrados en la estructura económica de la empresa.
- Estudio cuantitativo y cualitativo de la relación existente entre los elementos integrados en la estructura financiera de la empresa.
- Estudio cuantitativo y cualitativo de las situaciones de equilibrio y desequilibrio existentes entre la estructura económica y la estructura financiera de la empresa.
- Elaboración de previsiones a corto plazo, comparación con la realidad y estudio de las desviaciones.
- Comparación temporal (en periodos su-

cesivos) de las estructuras económica y financiera de la empresa.

- Comparación espacial (entre diversas empresas del mismo sector o subsector económico) de las estructuras económica y financiera de las empresas. Índices de gestión.
- Definición y cálculo del perfil patrimonial, económico y financiero.
- Definición y cálculo del umbral de rentabilidad.
- Definición y cálculo de la cifra óptima de negocio.

Elaboración del método valoración técnica de las empresas

No existe un método único de valoración de empresas sino que los métodos de valoración deben estar relacionados con tres aspectos propios que se mencionan a continuación:

- Según el por qué o para qué se utilizan uno u otro método.
 - No es lo mismo hacer una valoración de una empresa consolidada que de una empresa que esté iniciando.
 - La empresa vale por lo que tiene.
 - Lo que es capaz de producir.
- Objetivación de la valoración a través de una metodología, para determinar un suelo y un techo para que en el momento de negociar a través de los máximos y los mínimos se defina cuál es el precio de la transacción. El objetivo de la valoración es ayudar al precio con un método más o menos científico para la determinación del valor.

Una actividad permanente en el ámbito empresarial, lo constituye el análisis de la

situación económica y financiera de la misma, a partir de la cual adoptar decisiones que contribuyan a mejorar su desempeño y con ello maximizar sus beneficios. La aplicación de los diversos métodos de análisis de inversión es un planteamiento eficaz soportado para determinar la compra de un activo en el momento justo, constituyéndose en una herramienta de trabajo diaria para el administrador de las finanzas.

Definitivamente la elaboración del método más adecuado de valoración técnica de la empresa es el análisis de la situación técnica y financiera de la misma, a partir de allí se adoptan decisiones a favor del fortalecimiento de los beneficios de la misma.

La elaboración del método de valoración comienza por el establecimiento de los objetivos y el impacto que el estudio pueda aportar partiendo de un buen análisis financiero y los criterios de valoración y selección de las inversiones que se pueden resumir en el siguiente cuadro:

Criterios de valoración y selección de inversiones

Tipo de criterio	Característica económica	Métodos
No financieros (estáticos)	No se tienen en cuenta la cronología de los diferentes flujos de caja y el valor del dinero en el tiempo. Son cálculos distintos y resultan de utilidad para la empresa.	Flujo de caja (<i>Cash Flow</i>). Tasa de rendimiento contable (<i>Accounting Rate of Return</i>). Periodo de recuperación (<i>Pay Back</i>). Relación costo-beneficio.
Financieros (dinámicos)	Tienen en cuenta la cronología de los diferentes flujos de caja y el valor del dinero en el tiempo mediante la actualización o descuento. Son muy utilizados pues homogenizan las cantidades de dinero recibidas en distintos momentos.	Valor presente neto (VPN). Tasa interna de retorno (TIR). Índice de rentabilidad (IR).

Tabla 1.
Fuente: Propia.

Método	Fórmula
Metodo de valor sustancial	$VE = \sum \text{Activos}$ <p>Fórmula: Valor sustancial bruto = Activos operativos totales. Valor sustancial neto = Activos operativos totales – Pasivos.</p>

Beneficios descontados	<p>$VE = f(E[\text{Utilidades}]) = VE = U/r$ Donde: VE = Valor de la empresa. U = Utilidades de la empresa. r = interés que los empresarios esperan de este tipo de negocio. Si suponemos que la empresa tiene un crecimiento de beneficios constante g, la fórmula cambiaría a: Valor de la empresa = Suma (Beneficios esperados / tasa de riesgo del capital social – crecimiento de beneficios constante g). $VE = U / r - g$</p>
Métodos mixtos Valor medio	$VE = (a * \sum \text{Activos} + b * f(E[\text{Utilidades}])) / (a+b)$
Valor residual	$VR = \frac{FC_n * (1 + g)}{k - g}$ <p>Siendo: VR = Valor residual FC = Flujo del último año proyectado. g = Crecimiento del flujo a partir del año n. k = Tasa de actualización. Así pues, podemos definir el valor de una empresa como:</p> $VE = \frac{CF_1}{1+k} + \frac{CF_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{CF_n + VR_n}{(1+k)^n}$ <p>Siendo: VE = Valor de la empresa. CF = Flujos de fondos generados en dicho periodo VR = Valor residual de la empresa en el año n. k = Tasa de descuento.</p>

Tabla 2.
Fuente: Propia.

Calculo costo de la deuda

Para financiar los proyectos empresariales, en ocasiones es necesario acudir al mercado financiero para adquirir recursos. Pero este servicio que prestan estas entidades no es gratis, por lo que la **tasa de descuento** es el resultado de calcular el costo que se asume por la prestación y utilización de un dinero ajeno. El costo de una deuda se puede representar como la sumatoria de la participación de cada una de las deudas de entre el total de obligaciones con los acreedores más el patrimonio por el costo de cada una de las deudas.

Un concepto importante dentro del costo de una deuda lo constituye WACC, cómo se calcula y qué significado tiene realmente. Aunque es una cuestión muy técnica y específica, es la herramienta fundamental que utiliza el analista de valoración que se **pregunta siempre y cuando se requiere inversión de capital prestado**. La definición del WACC (del inglés *Weighted average cost of capital*), es una variable que mide el costo de capital entendido este como una media ponderada entre la proporción de recursos propios y la proporción de recursos ajenos.

Explicado de una manera **más sencilla**: es una tasa que mide el costo medio que ha costado nuestro activo (edificios, vehículos, maquinaria, activos financieros), atendiendo a como se ha financiado el capital propio (aportación de los socios), recursos de terceros (cualquier tipo de deuda ya sea emitida en forma de obligaciones o un préstamo adquirido).

$$WACC = K_e \frac{CAA}{CAA + D} + K_d(1 - T) \frac{D}{CAA + D}$$

En donde:

WACC: *Weighted Average Cost of Capital* (Promedio Ponderado del Costo de Capital)

Ke: *Cost of equity*, es decir, lo que le cuesta a la empresa financiar sus recursos propios provenientes de accionistas, o lo que es lo mismo, la tasa de retorno que exige el accionista para el riesgo de esa empresa. También se puede encontrar bajo el nombre de tasa de costo de oportunidad de los accionistas.

CAA: Capital aportado por los accionistas, en algunos casos se encuentra representado por E (por su denominación en inglés *Equity*)

D: Deuda financiera contraída.

Kd: Costo de la deuda financiera. Para su cálculo, se halla un tipo medio, siendo este una media de todos los tipos de interés que paga la empresa ponderados por su peso en el balance con respecto al total de la deuda.

Ejemplo: suponiendo que tenemos un pasivo de \$100.000.000 compuesto por las siguientes obligaciones:

- Pagan un interés del 5% por valor de \$60.000.000.
- Un crédito a corto plazo por valor de 30.000.000 que se paga el 7% y
- Un crédito a largo plazo de 10.000.000 con otro banco que se paga el 8%.

El Kd se calcularía: $5\% * 60\% + 7\% * 30\% + 8\% * 10\% = 5,4\%$.

Se debe tener en cuenta que para el cálculo del Kd, **se usan los saldos vivos pendientes que lucen en balance** (y no el total de la deuda contraída).

T: Tasa de impuesto a las ganancias. El hecho de incluir los impuestos en la ecuación tiene una explicación muy sencilla: el **beneficio fiscal** que se produce. En muchas economías, entre ellas la nuestra, los intereses son fiscalmente deducibles, por tanto cuanto más deuda se tenga, se entiende que menos impuestos se tienen que pagar ejemplo más IVA descontable que generado y eso se traduce en el modelo DCF como una “**no salida de caja**”.

Aplicaciones

El WACC se usa principalmente como tasa de descuento en el modelo de valoración de empresas **DCF (Discounted Cash Flow)**. Este modelo básicamente valora a las empresas en función de los flujos de caja tanto presentes como futuros. Para ellos los descuenta a un tipo o costo de oportunidad que es el WACC. La razón fundamental de esta operación de “descontar” es una de las reglas básicas en las finanzas: **el valor del dinero no es el mismo hoy que en el futuro**.

Ejemplo de cálculo de WAAC

Cuenta	Valor (a)	Costo (b)	Proporción (c)	Ponderación (b x c)
Pasivo	\$60	30%	60%	18%
Patrimonio	\$40	35%	40%	14%
Total	\$100		100%	32,6%

Tabla 3.
Fuente: Propia.

Formas de cálculo del costo de una deuda

- Costo promedio ponderado de capital.

Consiste en el procedimiento que aplica el financiero de una empresa al ponderar o promediar los costos de todas las fuentes de recursos de una empresa. Hay que considerar que la estructura de una empresa está cambiando constantemente debido a los cambios que tienen las dinámicas del mercado, los precios y las políticas fiscales (impuestos) impartidas por el gobierno. Estos cambios no alcanzan a reconocer como los medios de pago de los créditos inciden en el costo total de una deuda.



Ejemplo:

Rubro	Crédito A	Crédito B
Plazo	3 Años	2 Años
Monto	\$70	\$50
Costo	15% Efectivo anual	20% Efectivo anual
Amortizaciones	Al vencimiento	Al vencimiento

Tabla 4.
Fuente: Propia.

Costo promedio ponderado de capital

Cuenta	Valor (a)	Costo (b)	Proporción (c)	Ponderación (b x c)
Crédito A	\$70	15%	58%	8,7%
Crédito B	\$50	20%	42%	8,4%
Total	\$120		100%	17,1%

Tabla 5.
Fuente: Propia.



Costo promedio ponderado de una deuda antes de impuestos

■ Combinación de flujos:

- Están constituidos por los flujos de caja de cada uno de los créditos que tiene la empresa.
- Se combinan todos en un gran flujo (circulación del dinero).
- Se calcula la TIR (tasa interna de retorno).
- Aunque solo hay un resultado para todos los periodos, este reconoce las formas de pago de los créditos y los cambios en la estructura de capital.

■ Fórmula de cálculo del costo de los accionistas

- Cuando las empresas están inscritas en bolsa: Rentabilidad = Aumento de precio de la acción más dividendos (ganancia), sistema (Gordon – CAPM).
- Cuando estas no están inscritas en bolsa - Rentabilidad = Utilidades repartidas. Sistema (CAPM - Proxi – ROE).

Calculo costo de capital

Es el precio que se paga por la utilización de dinero ajeno a las corporaciones financieras; para que las empresas accedan a los créditos se debe representar una medida de la rentabilidad mínima que se exigirá al proyecto, según su riesgo de manera tal que el retorno esperado permita cubrir la totalidad de la inversión inicial, los egresos de la operación, los intereses pagados y la rentabilidad que el inversionista le exige a su propio capital invertido (capital propio) y el cual a su vez es la tasa asociada con la mejor oportunidad de inversión de riesgo similar que se abandonará por destinar estos recursos al proyecto.

La tasa a utilizar es el costo de capital promedio ponderado (CCPP) o (WACC). Se le exige al proyecto que rinda por lo menos el CCPP.

La tasa de descuento o costo de capital es el precio que se paga por los fondos requeridos para pagar la inversión; representa una medida de la rentabilidad mínima que se exigirá al proyecto, según su riesgo, de manera tal que el retorno esperado permita cubrir la totalidad de la inversión inicial, los egresos de la operación, los intereses pagados y la rentabilidad que el inversionista le exige a su propio capital invertido (costo de capital propio), el cual a su vez es la tasa asociada con la mejor oportunidad de inversión de riesgo similar que se abandonará por destinar esos recursos al proyecto que se estudia:

El costo de capital debe ser suficiente para pagar los costos por producir, por administrar, por vender, los intereses pagados y la rentabilidad del inversionista.

La tasa a utilizar es el costo de capital promedio ponderado (CCPP) o (WACC).

Se le exige al proyecto que rinda al menos el CCPP.

El costo de capital se refiere a cuánto se debe desembolsar por utilizar dinero ajeno, no solo por intereses sino por todos los otros conceptos.

Ejemplo:

Fuente	% Total	Tasa / Periodo
Acciones	40	30% (tasa de op de accionista)
Banco A	15	34%
Banco B	20	36%
Extrabancarios	10	40%
Crédito proveedores	5	55%
Leasing	10	48%
$\text{CCPP} = 0.40 \cdot 0,30 + 0.15 \cdot 0,34 + 0.20 \cdot 0,36 + 0.10 \cdot 0,40 + 0.05 \cdot 0,55 + 0.10 \cdot 0,48 = \text{CCPP} = 35,85\%.$		

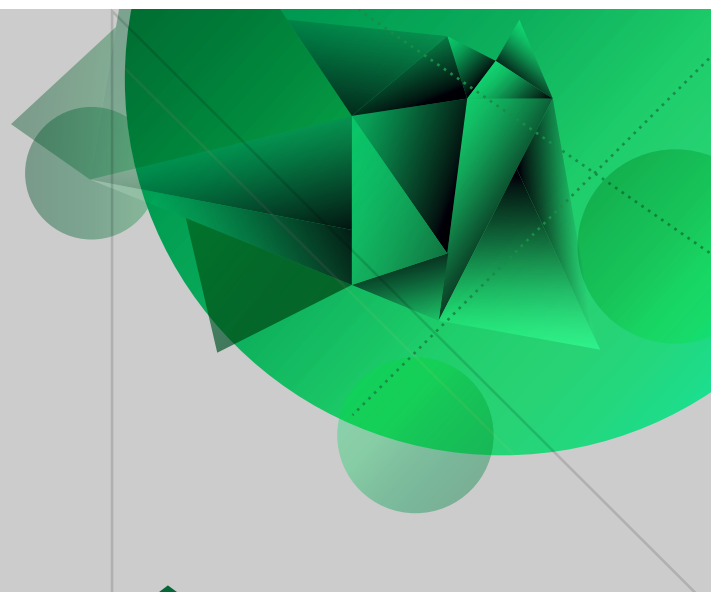
Cuenta	Valor	Particip en total	Interés efectivo anual	Costo de capital
Deuda	\$ 70	70%	15%	10,50%
Capital socios	\$ 30	30%	25%	7,5%
Total	\$ 100	100%		18%



3
Unidad 3

Estructura
financiera y valor de
la empresa

• • • •



Valoración y creación de
empresas

Autor: Oswaldo Moreno

Introducción

En el mundo empresarial la alta competitividad exige para las empresas una planeación en procesos de sus departamentos para establecer entre ellos una sinergia corporativa que permita el logro de los objetivos planteados con miras a alcanzar el logro de sus objetivos establecidos dentro del proceso de planeación. Para ello es importante reconocer los puntos fuertes en la organización y los puntos o áreas de mejoras en las cuales requiere mayor atención y trabajo, con el fin de establecer las estrategias que son como las cartas de navegación dentro de un contexto empresarial específico.

Un instrumento de diagnóstico y análisis de los puntos anteriormente mencionados lo constituye la estructura financiera y el valor de las empresas, recordando unos conceptos previos al tema en mención, mediante el concepto de apalancamiento y riesgo financiero, la interacción entre las decisiones de inversión y financiación y los factores que inciden para realizar una inversión.

El propósito fundamental de la cartilla es establecer saberes orientados hacia la definición y factores que se deben considerar para determinar el tamaño de una planta, el método, las estrategias de localización y las estrategias de organización y distribución de planta.

Las estrategias pedagógicas, tienen como finalidad sensibilizar al estudiante con lo que va a aprender durante el proceso de formación y abarca los siguientes ámbitos: motivación, actitud crítica, actuar de acuerdo a un proyecto de vida, proponer soluciones en un contexto determinado y manejo de la comunicación en sus distintos aspectos.

Explicación por parte del docente de los temas, ampliación y clarificación mediante las preguntas de los estudiantes, posteriormente se discutirá en el grupo con el fin de evaluar opiniones y criterios individuales y generar un ambiente de agrado donde los estudiantes puedan expresar sus ideas.

Lectura de textos y libros relacionados con los temas para complementar y profundizar, además de fortalecer habilidades y competencias de lectoescritura y generar cultura de lectura como fundamento de aprendizaje.

Las estrategias pedagógicas, tienen como finalidad sensibilizar al estudiante con lo que va a aprender durante el proceso de formación y abarca los siguientes ámbitos: motivación, actitud crítica, actuar de acuerdo a un proyecto de vida, proponer soluciones en un contexto determinado y manejo de la comunicación en sus distintos aspectos.

Explicación por parte del docente de los temas, ampliación y clarificación mediante las preguntas de los estudiantes, posteriormente se discutirá en el grupo con el fin de evaluar opiniones y criterios individuales y generar un ambiente de agrado donde los estudiantes puedan expresar sus ideas.

Lectura de textos y libros relacionados con los temas para complementar y profundizar, además de fortalecer habilidades y competencias de lectoescritura y generar cultura de lectura como fundamento de aprendizaje.

La Fundación Universitaria del Área Andina, a través de su programa Administración de Empresas, tiene el compromiso de formar profesionales autónomos y críticos, conscientes de su rol social y de la incidencia de sus acciones como ser humano transformador, esto con el objetivo de complementar su formación profesional y fortalecer sus competencias disciplinares.

Estructura financiera y valor de la empresa

Conceptos previos

Para comprender los conceptos de la administración financiera es preciso definir, antes de nada, los dos conceptos que se ponen en relación en el título de este capítulo. Son conceptos económicos fundamentales, que permiten el conocimiento de este apartado:

Estructura financiera: es también conocida como la disposición de la estructura de capital o de pasivo para cumplir con los compromisos al corto, mediano y largo plazo. Representa la capacidad de endeudamiento de la empresa, es decir hasta cuanto se puede endeudar la empresa en un tiempo determinado. Para analizar esta situación, se puede bajo dos puntos de vista pero que tienen relación entre sí, la segunda significa la representación porcentual de las deudas en el pasivo en proporción con las deudas y la capacidad del activo para responder ante terceros, es la que da una idea más com-

preensible del concepto de endeudamiento.

Valor de la empresa: en este sentido se han utilizado para determinar los valores dos conceptos diferentes y seguidamente se ven establecidas en los documentos lo cual no es fácil comprender a cuál de estas se pueden utilizar. Estas pueden ser definidas como el valor de la inversión del accionista o como parte del pasivo total. Según se pretenda valorar una u otra de las magnitudes, será más indicado uno u otro concepto de ratio de endeudamiento. También las dos modalidades están muy relacionadas entre sí.

$V = RP$ para el accionista.

$V = RP + PE$ para accionistas y acreedores.

En cuanto a la primera definición es utilizada con mayor frecuencia en la actualidad, pero no se debe descuidar la segunda que fue utilizada durante varios años atrás para explicar su postura y su grado de obsolescencia, se dice que el valor de la inversión inicial no cambia en la estructura financiera de las empresas.

En relación con la estructura financiera de la empresa surge el siguiente interrogante: ¿Existe un ratio de endeudamiento óptimo que maximice el valor, en cualquiera de sus dos acepciones?

Partiendo de que el ratio de endeudamiento es un ratio financiero que le dice cuánta deuda tiene una compañía comparada con

sus activos. El ratio de deuda a activos se calcula en la siguiente manera:

El ratio de endeudamiento = Deuda total/
Activos totales.

Para dar la respuesta al interrogante formulado anteriormente, en la actualidad han emergido varias teorías que se mencionarán en orden cronológico. Algunas de ellas han estado vigentes pero han sido controvertidas por otras. Los presupuestos simplistas que se muestran en la lista, se han venido discutiendo gradualmente según los modelos y las necesidades han sido desplazadas

por otros presupuestos más complejos.

Como medio didáctico, se va a explicar el efecto de la estructura financiera en el valor de la empresa, prescindiendo del efecto de otras variables, que se supondrán constantes. Las restricciones que se relacionan a continuación son las que se han asumido en los primeros trabajos sobre estructura financiera y valor de la empresa para poder dilucidar los aspectos fundamentales en la consolidación de la estructura financiera que permita al empresario reconocer sus factores claves de éxito en la valoración de las empresas:

Todo el capital propio está formado por acciones: eso significa, en primer lugar, que todo el capital es negociable. En segundo lugar, se asume la estacionalidad o presunción de que la empresa no está en expansión, puesto que todo el beneficio se reparte entre los socios aportantes.

Todo el capital ajeno está formado por obligaciones: esta afirmación elimina el racionamiento del crédito y otras imperfecciones de los mercados de capitales.

Racionalidad económica; en general, adoptaremos esta afirmación, según se argumentó en el preámbulo.

Mercados financieros perfectos. El tema de la eficacia de los mercados se sigue discutiendo, aunque es evidente que los mercados de crédito y valores no pueden considerarse de competencia perfecta, puesto que hay posibilidad de ganancia.

No existen resultados extraordinarios. Este enunciado acepta la concepción del beneficio ordinario de la empresa como una retribución de factores productivos.

El resultado esperado es constante y positivo (la empresa es rentable). Esta hipótesis ya se ha eliminado al explicar el modelo de las oportunidades de inversión.

En principio, también son constantes el riesgo operativo, la cifra de activo, la estructura financiera, el coste de la deuda y del capital propio.

No consideramos los impuestos ni otros costes de transacción. No obstante, trataremos sobre ellos en el siguiente capítulo.

Figura 1.
Fuente: Propia.

Apalancamiento y riesgo financiero

En este apartado se verán dos conceptos que son los primordiales de las finanzas y se relacionan entre sí, a través de su efecto en la rentabilidad y el valor de la empresa ayudan a los inversionistas a fortalecer sus inversiones.

Apalancamiento: este concepto consiste en el endeudamiento. Es apalancada aquella operación en la que se obtiene apoyo financiero de otro agente (normalmente, un acreedor) para realizar una inversión, de forma que la rentabilidad de esta permita recompensar a aquél y se quede con un excedente el que recibió dicho apoyo. Un ejemplo de apalancamiento lo constituyen las empresas cuando acuden al mercado financiero, para la adquisición de recursos para financiar sus proyectos empresariales como la compra de materia prima, la ampliación de la infraestructura, compra de maquinaria entre otras.

Apalancamiento financiero: la rentabilidad financiera o rentabilidad del accionista (r_f) equivale a la rentabilidad económica o del negocio del que es propietario (R_e), más un margen obtenido del apoyo de un acreedor a quien se le retribuye con un interés (K_{PE}). En este caso, la medida de la aportación de dicho acreedor es el ratio de endeudamiento L_1 ,

$$(r_f) = (R_e) + (K_{PE})$$

Apalancamiento político en capital propio: consiste en determinar el grado de participación de los accionistas, como mecanismo de control con el fin de apalancar el derecho del voto. En este caso, el agente ocasional sería el accionista minoritario y su retribución el dividendo. El beneficio para el agente destinatario del apoyo sería el control de la empresa.

Otros tipos de apalancamiento: este concepto se denomina apalancamiento operativo al aprovechamiento de un espacio de actividad óptima, cuando existen costos fijos y como consecuencia, economías de escala. Se aplica a los costos de producción, comercialización, administración, entre otros.

Riesgo financiero: consiste en asumir las condiciones cambiantes del mercado financiero y su variabilidad en el beneficio derivada de la estructura financiera. Se define también como la probabilidad de no poder responder a tiempo con los compromisos adquiridos con los acreedores.

Riesgo económico: está dada por la posible inestabilidad, esta situación es provocada con las dinámicas del mercado y cómo esta puede incidir en la estructura económica.

Otros riesgos: los accionistas pueden asumir otro tipo de riesgos derivados de las condiciones externas que pueden ser de tipo extraordinarios, es decir que se presentan sin previo anuncio o también riesgos políticos que también son de tipo externos y consiste en el cambio o reformas políticas que pueden afectar la inversión, especialmente cuando se habla de mercados globales que pueden cambiar las condiciones de negociación y que pueden ir en detrimento de las empresas.

Prima de riesgo (p): consiste en el capital que el inversionista debe restituir al prestario del crédito, como garantía de responsabilidad cuando se pueda presentar alguna eventualidad, como consecuencia de un mayor riesgo normalmente, financiero percibido por estos.

Definitivamente el apalancamiento financiero hace forzar a las empresas a endeudarse hasta cierto nivel, como por ejemplo

cuando una persona tiene una tarjeta de crédito y solo se puede endeudar hasta el cupo asignado, para esa concesión se analiza por parte de las entidades financieras sus ingresos.

Interacción entre decisiones de inversión y financiación

En los estudios de proyectos de inversión, se suele suponer que el riesgo económico y financiero que conlleva la creación de una empresa se requiere de herramientas de predicción e interpretación. Para el análisis del proyecto hay que determinar, comparar o descontar su rentabilidad mediante datos tomados de una realidad hipotética desde el punto de vista y la experiencia de los inversionistas tomando datos del mercado financiero.

En ese sentido para su estudio se toma el mercado fuera de la competencia perfecta, coincidiría con el costo de los pasivos totales de la empresa que se deben descontar a un proyecto de inversión, la toma de decisiones en cuanto a la elección de la tasa de descuento es un aspecto de mucha relevancia en la valoración de los proyectos de inversión, porque al determinar la tasa de endeudamiento la empresa toma una decisión de acceder a un compromiso financiero es decir que debe cumplir con los compromisos financieros por el préstamo de capital para activar el plan de negocios establecido, por lo tanto para la financiación es inevitable que se debe calcular la rentabilidad del negocio y las decisiones sobre invertir o no.

Definitivamente en los proyectos de inversión debe haber una condición prioritaria como lo constituye el elegir una inversión de acuerdo a la rentabilidad que este ofrezca pero también, es importante analizar su incidencia entre costo y beneficio para favorecer la capacidad de endeudamiento ya que a través de una atractiva tasa de retorno se puede cumplir con los compromisos financieros que genera la obligación.

En el momento de adquirir una deuda ha de suponerse que esta es un capital ajeno por lo tanto es necesario tener siempre la obligación y los periodos de abono para la misma ya que el descuidar esa parte traerá problemas de liquidez en la empresa y causa contratiempos en el área financiera.

Factores que inciden para realizar una inversión

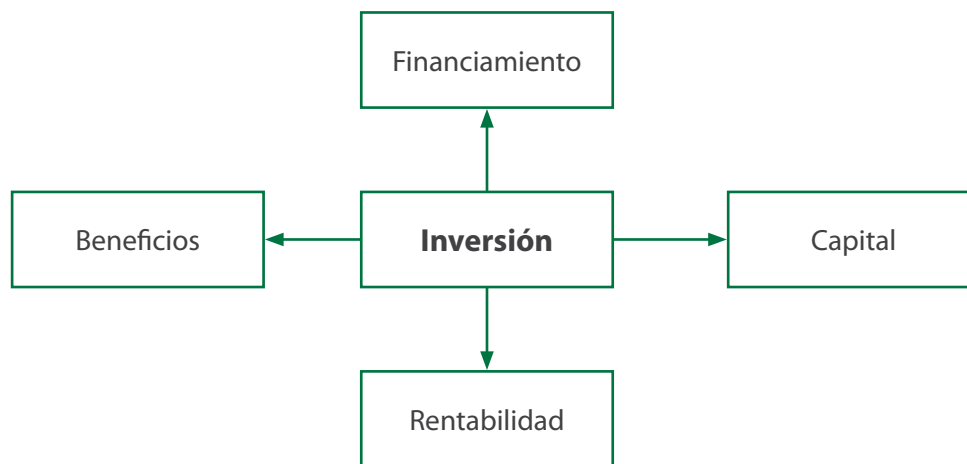


Figura 2.
Fuente: Propia.

Considerando que el costo del pasivo de una empresa es un tema que hay que analizar dentro del comportamiento de la empresa como consecuencia de los mercados de capitales, normalmente se parte de una suposición, que la financiación de un proyecto siempre se determina en una misma estructura o procedimientos en el cuerpo de la empresa. Pero en otro sentido ese cuerpo empresarial puede incurrir en que la estructura de la empresa o del proyecto no sea la misma que el costo de la empresa en su conjunto.

Existe el debate sobre si es más adecuado para valorar una empresa tener en cuenta, cómo la tasa de descuento influye en la decisión de invertir, el costo de la financiación exclusiva de cada proyecto es la adecuada expresada en los niveles de rentabilidad, en caso de que sea posible identificar partidas de activo y pasivo o, por el contrario, recalcular el costo del pasivo total y plantear nuevamente la rentabilidad de los proyectos iniciados, dado que esta perseguiría minimizar el costo total de sus pasivos.

Pero en ese sentido surge un problema que alguna de las inversiones que están en proceso no revele la rentabilidad esperada en el estudio, siendo en un principio válida de acuerdo al proceso aplicado, en función de otra tasa de descuento.

En sentido contrario, las decisiones de inversión, su rentabilidad prevista y el riesgo atribuible a sus rendimientos pueden influir en la obtención de una estructura financiera óptima u otra. La posición de la empresa en los mercados de productos y factores puede influir en el valor que le atribuya el mercado de capitales, es decir a mayor oportunidad de rentabilidad se le facilita el camino para el endeudamiento.

De forma inversa, la posición en los mercados de capitales de la empresa puede influir en la imagen del producto y el servicio en la medida que hay un mayor grado de reconocimiento. Por lo tanto, el acceso y los costos de la financiación repercuten en la rentabilidad de las inversiones y por lo tanto, en la competitividad y al revés, las expectativas respecto a las inversiones determinan la calificación del riesgo, el racionamiento del crédito. Y en último término, el acceso a la financiación porque es considerada económicamente viable.

Por todo ello, la existencia de una tasa de interés de endeudamiento óptimo puede influir en el proceso de las inversiones y como consecuencia, en la rentabilidad de estas, sobre todo cuando existen factores cambiantes. La distorsión se eliminaría si la empresa consiguiese financiar cada nuevo proyecto con una estructura financiera idéntica a la que tiene el conjunto de los proyectos en curso, de forma que el costo de la financiación del proyecto fuera similar al de la empresa. Sin embargo, no suele hacerlo y la explicación a este fenómeno solo puede encontrarse en la Teoría de Costos de Transacción. Debido a los costos fijos de emisión de garantías y de ampliación de capital, la empresa suele elegir únicamente una de esas dos alternativas para financiar el total del desembolso.

Como consecuencia de eso, la estructura financiera de la empresa varía inevitablemente si se analiza a la luz de las dos variables mencionadas anteriormente en cuanto a los costos fijos, se puede decir que son los gastos en que incurre la empresa para su funcionamiento como por ejemplo lo constituye las nómina (relación de los empleados con su sueldo) y la capacidad que

tiene la empresa para resolver por sus deudas en el corto o mediano plazo que se constituye como garantía en los préstamos para la inversión. Cuando no se cumple con los mínimos requeridos de endeudamiento, teniendo en cuenta la rentabilidad es cuando se toma la decisión de estudiar otras alternativas de inversión.

Factores que inciden para realizar una inversión

La estructura financiera de una empresa depende en un alto grado, de la capacidad de responder en el pago del capital ajeno y la tasa interés en los procesos de negociación de los préstamos, el nivel de endeudamiento de la empresa determina su grado de solvencia, de ahí que se considere una de las decisiones más importantes del director financiero o gerente de la empresa, aunque en la práctica es posible que tal estructura no se establezca mediante una decisión expresa, sino de un conjunto de circunstancias. Entre ellas, se puede mencionar la necesidad de alcanzar un valor de mercado y un costo del capital óptimos y se ha hecho alusión a la posibilidad de una política de satisfacción de ambas variables (valor y costo financiero).

El éxito de las inversiones depende en un alto grado en cómo se asume el endeudamiento, el cumplir con las entidades prestadoras de servicios financieros es primordial, debido a que el comportamiento con los compromisos adquiridos son valorados y escalonados dentro de una escala de valor financiero.

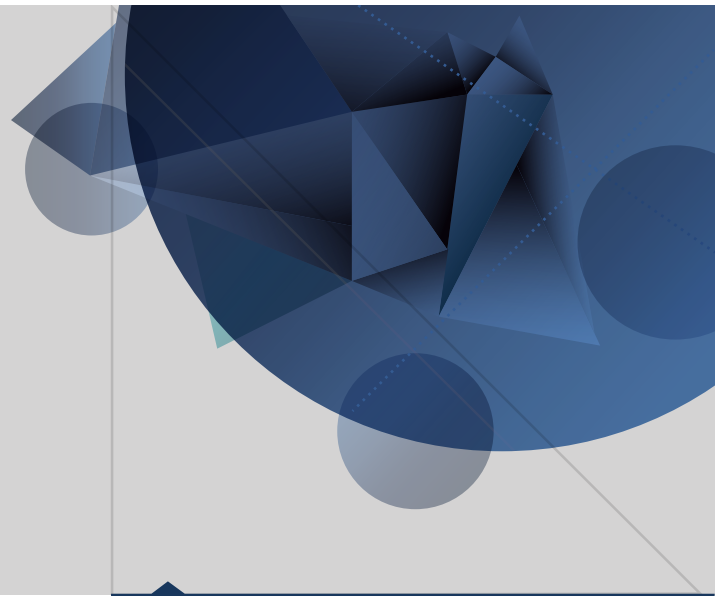
Existen algunos estudios teóricos y empíricos entorno a los factores determinantes de la estructura financiera de las empresas, en distintos contextos, tamaños de empresas, sectores, entre otros. En ese sentido se puede determinar que todos los negocios en los procesos de planeación no existe una ruta específica por sus efectos y complicaciones.

Al mismo tiempo, se estudian las repercusiones de determinadas estructuras de capital sobre el éxito y la supervivencia de las empresas. Entre los factores más importantes que determinan que un tipo de empresas se financie con una combinación de recursos distinta a la empleada u obtenida por otras, se citan el tamaño, el sector, el ámbito geográfico, entre otras. Si se analiza un nivel más microeconómico, existen una serie de circunstancias que pueden explicar, para una misma empresa, una modificación de su nivel de endeudamiento.

4

Unidad 4

Errores en la
valoración de la
empresa



Valoración y creación de
empresas

Autor: Oswaldo Moreno

Introducción

Todo proceso de valoración de empresas, es susceptible de evaluarse por parte de las personas encargadas de diseñar e implementar los planes. Pero en ocasiones pueden ocurrir errores en el proceso. A través de los estándares de evaluación y aplicación de operaciones matemáticas permiten conocer en qué porcentaje la estrategia está cumpliendo con los requerimientos de la organización, estos se denominan indicadores o fuentes de información evaluativa que asienten a la dirección comparar cifras y medir el desempeño de la administración de procesos industriales.

El admitir errores en la valoración, es importante dentro de las organizaciones porque permite tomar decisiones, revisar los procesos y establecer parámetros de calidad con el fin de obtener el reconocimiento del mercado, para esto involucra el fortalecimiento de la imagen corporativa al posicionamiento en el mercado competitivo. Dentro del proceso de administración implica una serie de etapas que lo que busca es proporcionar instrumentos de medición que permitan comprobar el comportamiento de la organización en un periodo de tiempo.

El propósito fundamental de la cartilla es establecer saberes orientados hacia la administración de los procesos como factor clave del éxito en las empresas en donde se visualiza el futuro de una manera positiva con el único fin de potenciar a las organizaciones hacia la competitividad.

Las estrategias pedagógicas, tienen como finalidad sensibilizar al estudiante con lo que va a aprender durante el proceso de formación y abarca los siguientes ámbitos: motivación, actitud crítica, actuar de acuerdo a un proyecto de vida, proponer soluciones en un contexto determinado y manejo de la comunicación en sus distintos aspectos.

Explicación por parte del docente de los temas, ampliación y clarificación mediante las preguntas de los estudiantes, posteriormente se discutirá en el grupo con el fin de evaluar opiniones y criterios individuales y generar un ambiente de agrado donde los estudiantes puedan expresar sus ideas.

Lectura de textos y libros relacionados con los temas para complementar y profundizar, además de fortalecer habilidades y competencias de lectoescritura y generar cultura de lectura como fundamento de aprendizaje.

La Fundación Universitaria del Área Andina, a través de su programa Administración de Empresas, tiene el compromiso de formar profesionales autónomos y críticos, conscientes de su rol social y de la incidencia de sus acciones como ser humano transformador, esto con el objetivo de complementar su formación profesional y fortalecer sus competencias disciplinares.

Errores en la valoración de la empresa

Como se ha podido comprobar a lo largo de las cartillas, sistema para la valoración de empresas exige la consideración de múltiples versiones y conceptos, así como una cuidadosa metodología en la aplicación del criterio o método de valoración, es decir se debe emplear un método lo más ajustado a la realidad empresarial teniendo en cuenta variables como el mercado, las políticas gubernamentales, la incidencia del precio de la materia prima como consecuencia a la escasez entre otros.

Las valoraciones de las empresas se realizan por diversos motivos que van desde conocer el precio objetivo de una compañía que cotiza en bolsa, hasta conseguir el valor justo por el cual se puede vender una empresa que cotice o no cotice en el mercado bursátil. La valoración se utiliza en venta total o parcial de compañías, fusiones, adquisiciones y demás movidas financieras que

requieran un conocimiento pleno sobre el valor justo de un negocio. Uno de los métodos más utilizados es el que se realiza a partir del Flujo de Caja Libre Descontado y que parte del hecho de proyectar los flujos de caja hacia el futuro, determinar un valor de continuidad hacia adelante y traer al valor presente dichos flujos, consiguiendo con tal cálculo el valor justo a pagar por una empresa o compañía.

El trabajo de realizar una valoración completa incluye el diagnóstico financiero estratégico que involucra todos los aspectos relevantes de la empresa y su respectivo análisis, esto acompañado de la valoración de la compañía, genera un valor agregado para la toma de decisiones y además de responder ¿Cuánto vale la empresa? ¿Aporta soluciones o propuestas para mejorar la rentabilidad? y crear más capital en el futuro.

Es por ello que muchas veces se dice que valorar una empresa es más un arte que una ciencia; ya que con mucha frecuencia se producen errores a la hora de acometer el proceso de valoración de una compañía.

Según Fernández (2007) se pueden señalar los siguientes errores a la hora de valorar una compañía:

1. Errores en el cálculo de la tasa de descuento que afecta al riesgo de la compañía:

- Utilización de erróneas tasas libres de riesgo; por ejemplo utilización de la media histórica de la tasa libre de riesgo, o utilización como tasa libre de riesgo de la deuda del estado a corto plazo o cálculo inadecuado de la verdadera tasa libre de riesgo.
 - Cálculo erróneo de la beta: por ejemplo utilizando las betas históricas de la industria, o medias de betas de compañías similares o incluso betas históricas de la compañía cuando los resultados van en contra del sentido común, asumir que la beta calculada de datos históricos considera el riesgo del país, utilizar fórmulas inadecuadas para apalancar o desapalancar la beta.
 - Estimaciones erróneas de la prima de riesgo de mercado: por ejemplo considerar que la prima de riesgo de mercado requerida es igual a la prima de riesgo histórica, o suponer que la prima de riesgo del mercado requerida es cero.
 - Cálculo erróneo del costo medio ponderado del capital (WACC); por ejemplo utilizar ratios entre capital y deuda diferentes a los que resultan de la valoración, utilizar valores contables de la deuda y del capital o fondos propios para su estimación.
 - Tratamiento erróneo del riesgo país.
2. Errores en el cálculo o estimación de los flujos de caja esperados:
- Errónea definición de los flujos de caja.
 - Olvidarse de proyectar el balance de situación, lo que afecta a determinados flujos de caja.
 - Errores en la estimación del valor terminal o valor residual:
 - Utilización de flujos de caja inconsistentes cuando se estima el valor residual a perpetuidad.
 - Utilización de fórmulas específicas que no tienen sentido económico.
 - Utilizar medias aritméticas en lugar de medias geométricas para medir el crecimiento.
 - Asumir que la perpetuidad se inicia antes del periodo en que realmente debiera empezar.
 - Como puede apreciarse, demasiadas fuentes potenciales de error para que la valoración de una empresa se deje en manos inexpertas o con poca experiencia. Si ya es difícil valorar una compañía, al menos que dicha valoración sea realizada por expertos que mitiguen los riesgos de error.

Comparación empresas valoradas vs. no valoradas

Uno de los temas principales dentro de la investigación en finanzas es la valoración de activos de distinta naturaleza, especialmente la valoración de empresas (bien de su valor total, es decir incluida la deuda financiera, bien de la porción perteneciente en exclusiva a sus accionistas). Por múltiples motivos, el proceso de valoración es fundamental. Decidir el atractivo de un nuevo negocio, afrontar con éxito operaciones de compra-venta de empresas, negociar nueva financiación u operar en el mercado bursátil requieren estimar el valor de la empresa en estudio. Además, es imprescindible para evaluar la calidad de la gestión y perseguir el objetivo de crear valor para el accionista, que depende de la progresión del valor de la empresa.

La dinámica de globalización de la economía y el énfasis que ponen las empresas por el crecimiento como estrategia de agregación del valor debe sensibilizar nuestras convicciones sobre el significado de las marcas. En el tipo de mercado competitivo en el que se desenvuelve, la marca es el valor más firme y estable a través del tiempo con el que puede contar la empresa (Aaker y Álvarez del Blanco, 1994).

Para comparar las empresas de acuerdo a su valoración es una tarea que desde luego beneficia al mercado, pero que también perjudica a las empresas que no han cuantificado o determinado su valor, constituyéndose en un tema que reviste polémica ya que existen empresas que por su composición financiera reflejada en los estados financieros presentan cifras que tienden a lo positivo y que extrañamente no se cuantifican, o el caso contrario cuando las cifras tienen a lo negativo, sin embargo están valoradas de acuerdo a algunos criterios que se mencionarán a continuación:

1. **Ventaja competitiva.** Adquisición de marcas: crear una marca y posicionarla en el mercado no es tarea fácil. Las estrategias de marketing y publicidad idóneas requieren inversiones millonarias y el periodo requerido para dar a conocer una marca en muchas ocasiones es largo. A nivel de registro existen también dificultades, por parecidos u oposiciones de otras marcas prioritarias. Estas dificultades en la posición comercial y en el registro motivan a que en muchas ocasiones sea preferible comprar una marca, o una empresa con marcas de su titularidad ya establecida en el mercado, antes que iniciar la andadura comercial o registral con resultado incierto. En estos casos la valoración de estos activos es trascendental.
2. **Adquisición de empresas: fusiones y absorciones:** las marcas son activos intangibles que es necesario valorar antes de adquirir una compañía o de proceder a una fusión, absorción o cualquier otro cambio radical en su accionariado.
3. **Cuando se pretende usar la marca para propósitos financieros:** los bancos consideran las empresas con marcas valoradas como candidatas más idóneas a la hora de conceder una financiación. Además las marcas pueden darse en garantía y ser objeto de otros derechos reales, como el regulado por la hipoteca mobiliaria, en cuyo caso se precisa la valoración por un profesional.
4. **Cuando las marcas se incluyen en las participaciones de sociedades mercantiles como aportaciones no dinerarias en especie:** en este caso la cuantía económica de la aportación es preciso valorarla adecuadamente. En las sociedades anónimas las aportaciones no dinerarias han de tasarse por imposición legal; en el caso de sociedades de responsabilidad limitada dicha tasación aun no siendo forzosa previene de hacer incurrir a los socios en una responsabilidad por una inadecuada valoración unilateral de ellos mismos, circunstancia que sería evitada mediante el oportuno certificado de tasación.
5. **Las licencias y las franquicias:** como alternativas a la comercialización, constituyen otro claro ejemplo de la influencia del valor de las marcas en esos negocios, puesto que los niveles de royalties dependerán de la valoración de aquéllas que se hagan por un especialista.
6. **En caso de conflicto o piratería:** la valoración de las marcas es trascendental para determinar la cuantía de la indem-

nización por los daños y perjuicios ocasionados. Partiendo de la necesidad de optar por una visión estratégica de la marca, el presente trabajo persigue como objetivo básico dejar constancia de la importancia que supone la cuantificación de la marca, cuando se va a acometer una valoración realista de una empresa de Internet.

Criterios que se deben tener en cuenta en el momento de la valoración de empresas

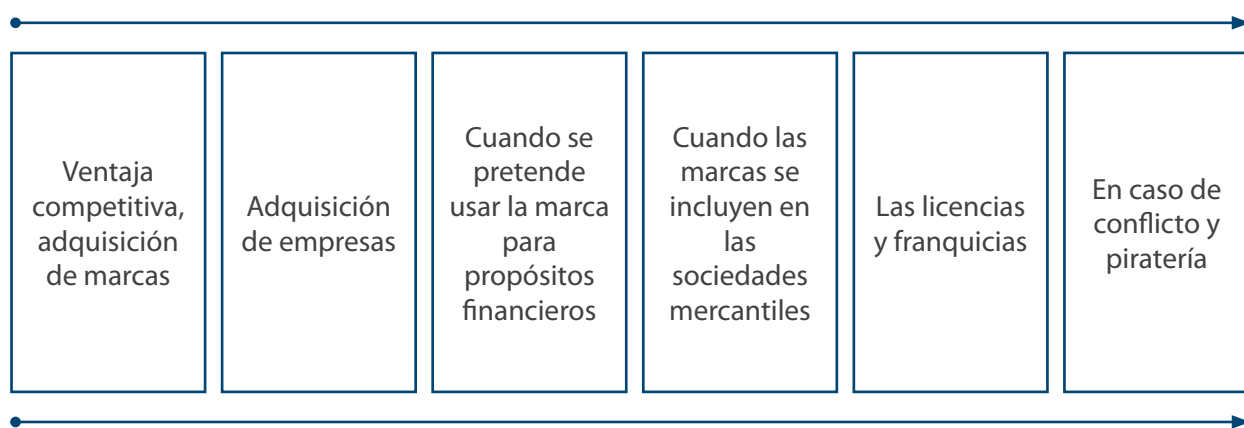


Figura 1.
Fuente: Propia.

El informe de valoración

Este consiste en realizar un análisis del valor de los fondos propios de una sociedad a fecha del último cierre anual disponible, y cuyas conclusiones deben estar debidamente detalladas en un informe que contenga todos los criterios y sistemas de valoración, describiendo el valor actual de la empresa y los motivos del porqué esta valoración.

Puesto que la valoración no es una ciencia exacta y se basa tanto en la información conocida a la fecha de la valoración como en métodos de general aplicación y en nuestro juicio profesional, pudiera ser que valoraciones realizadas por distintos individuos o firmas presentasen distintos resultados. La valoración está realizada bajo la hipótesis de que la compañía continuara con su operatividad en virtud del principio de empresa en funcionamiento.

Hay que recordar que la valoración de empresas es el proceso mediante el cual se busca cuantificar los elementos que constituyen su patrimonio, su actividad, su potencial o cualquier otra característica relevante. Este proceso es útil ante una compra-venta, pero también cuando se solicita un préstamo el banco puede pedir una valoración de la empresa para conocer la capacidad de endeudamiento, también ante una herencia o la salida de un socio que quiera vender su parte o para evaluar la compra de acciones en aquellas empresas que cotizan en bolsa. Cabe recordar que el valor de una empresa es la cuantía que se le asigna en función de los activos que tiene, de los pasivos que debe y de su capacidad de generar resultados.

Es evidente que mientras gestiona una empresa, el empresario realiza permanentemente mediciones de diversos parámetros

de su actividad empresarial, es decir que a través de indicadores de gestión (unidades de medida), se puede analizar el valor de la empresa y así mismo cuantificarlo.

En ocasiones lo hace buscando su máxima eficiencia. Mide o cuantifica el costo de sus bienes y servicios para disponer de criterios en la fijación de sus precios. Mide o cuantifica la esperada contribución de un posible nuevo empleado para decidir sobre su contratación y retribuciones. Mide o cuantifica la rentabilidad esperable de un proyecto de inversión para afrontarlo o desecharlo. Mide o cuantifica el coste de opciones alternativas de financiación para elegir entre ellas.

Para realizar el informe sobre valoración de empresas es necesario seguir la siguiente ruta:

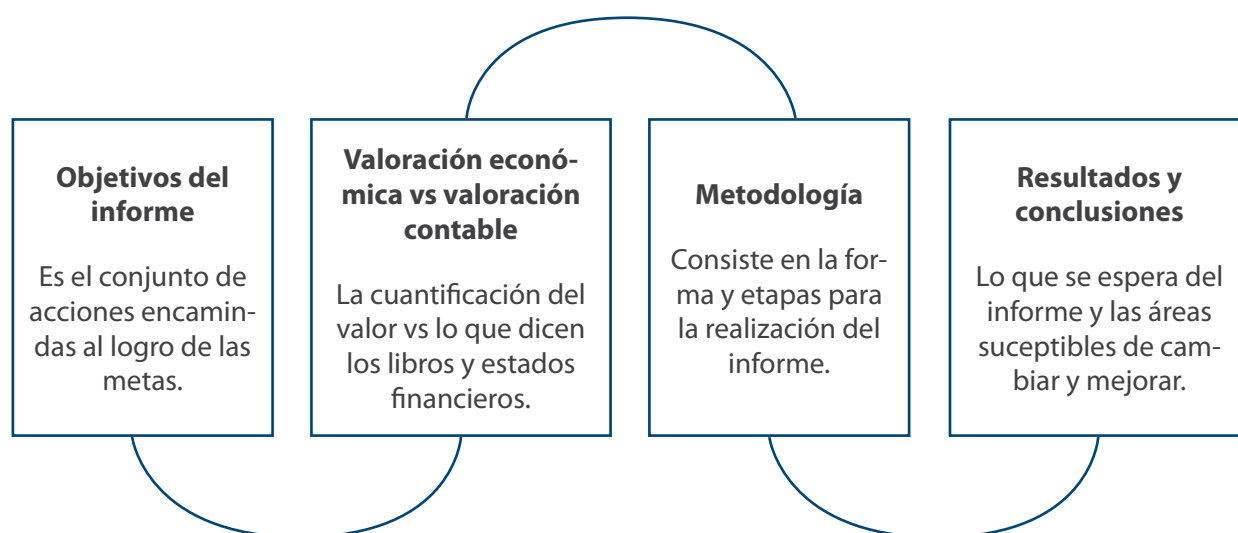


Figura 2.
Fuente: Propia.

Para realizar el informe final de valoración de empresas hay que inicialmente entender que las empresas presentan dificultades que son por lo general de tipo económico, es decir pérdidas reiteradas. Para la valoración de este tipo de empresas se creó el modelo de las oportunidades de inversión, aunque hay un factor que no da espera como lo constituye la urgencia del empresario por convertirse en vendedor, como consecuencia de la falta de liquidez. Otro elemento de negociación que hay que tener en cuenta es que la información sobre las oportunidades, solo esta disponible para el comprador potencial, aunque es una manera de presentar los informes de este tipo de empresa definitivamente el comprador no está obligado a pagar una compensación de tipo fiscal ante las eventuales pérdidas.

Cuando se habla de crisis, se refiere a las situaciones que no están contempladas y que son por la general de carácter negativo y que presagian cambios. El informe de valoración hace referencia al proceso mediante el cual se busca un valor acorde con la inversión de los so-

cios pero teniendo en cuenta la situación actual. Esta valoración se aplica en condiciones de disminución temporal de los beneficios económicos sin que exista un peligro sobre liquidez de la empresa.

Algunas empresas pueden verse obligadas a liquidar, si esta liquidación resultara del valor de los activos que no sobren de la liquidación de las deudas, cuando estas se encuentren en una situación de insolvencia económica o futura quiebra. El concepto de empresas en dificultades se puede analizar desde dos criterios esenciales:

- **Criterios jurídicos:** se basan en el hecho que ocurre en la empresa y no en lo jurídico. Puede ser importante porque puede modificar la negociación entre compradores-vendedores y las decisiones de vender y elegir el comprador.
- **Criterios económicos:** estos se basan en la situación por la que pasa la empresa, es decir que posee dificultades a nivel contable o simplemente se realiza la valoración para establecer una tarifa para su eventual venta.

Existen varios tipos diferenciados de compradores en empresas en dificultades:

Los profesionales de compra	Son los que toman las empresa para convertirla en una entida mas o menos potente y para obtener un beneficio neeconomico revertiendo las empresas despues de realizar un oportre economico.
Los compradores individuales	Pueden ser miembros de la propia empresa que compran con el finde conservar el bienestar de sus colaboradores, estos tambien pueden ser ejecutivos que quiere ser independientes retomando el negocio, ya sea sano o en dificultades.
Otras empresas del sector	Pueden ser empresas del mismo grupo e incluso competidores, clientes y proveedores. sus motivaciones pueden ser de tipo ofensivo o defensivo.
Los antiguos accionistas	Esto se presenta por aporte de accionistas con el fin de conservar e incrementar su poder.

Los órganos	En el caso de liquidación pueden comprar o hacerse cargo los órganos exteriores nombrados por el tribunal, porque se pueden convertir en partes privilegiadas.
Los profesionales de compra	Este apartado se constituye por la dificultad de vender, entonces se reúnen algunos socios de la dirección y deciden comprar ya que conocen la empresa y saben que los procesos pueden llegar a ser viables.

Figura 3.
Fuente: Propia.

Algunas preguntas sobre la garantía de la calidad en los informes

Algunas de las preguntas más frecuentes y fiables sobre garantía de la calidad también pueden aplicarse, sin duda, a la calidad de los informes de una agencia:

- ¿Cuál es la finalidad del informe? Objetivos, destinatarios.
- ¿Por qué lo redactamos así? Método y formato.
- ¿Es la mejor forma? Evaluación del método.
- ¿Cómo sabemos que funciona? Cumplimiento de objetivos, impacto de los informes.
- ¿Cómo podría mejorarse? Revisión, evaluación, planificación.

4

Unidad 4

El paso de la teoría
a la práctica



Valoración y creación de
empresas

Autor: Oswaldo Moreno

Introducción

Históricamente las compañías han creado isla de la información, varios sistemas que operan o tratan varios segmentos del negocio. Algunas veces estos sistemas diferentes están integrados entre sí. En ocasiones están fuertemente entrelazados y en otras no tienen vínculos fuertes. Todos los sistemas que en su mayoría son independientes no requieren mantenimiento.

El proceso de valoración de empresas, integra todos los procesos de la empresa. Todos los procesos de una empresa son susceptibles de mejoramientos y cambios con el fin de alcanzar las metas corporativas a través del tiempo expresado en la planeación de producción. En la medida que se establezcan indicadores para medir el cumplimiento de las estrategias, la gestión empresarial es efectiva y oportuna respaldadas en el crecimiento empresarial y el aseguramiento de la inversión en niveles de rentabilidad. Para ello es importante determinar los factores claves de éxito, involucrar a todos los miembros de la organización permite generar ideas, conceptos, necesidades.

Las estrategias pedagógicas, tienen como finalidad sensibilizar al estudiante con lo que va a aprender durante el proceso de formación y abarca los siguientes ámbitos: motivación, actitud crítica, actuar de acuerdo a un proyecto de vida, proponer soluciones en un contexto determinado y manejo de la comunicación en sus distintos aspectos.

Explicación por parte del docente de los temas, ampliación y clarificación mediante las preguntas de los estudiantes, posteriormente se discutirá en el grupo con el fin de evaluar opiniones y criterios individuales y generar un ambiente de agrado donde los estudiantes puedan expresar sus ideas.

Lectura de textos y libros relacionados con los temas para complementar y profundizar, además de fortalecer habilidades y competencias de lectoescritura y generar cultura de lectura como fundamento de aprendizaje.

La Fundación Universitaria del Área Andina, a través de su programa Administración de Empresas, tiene el compromiso de formar profesionales autónomos y críticos, conscientes de su rol social y de la incidencia de sus acciones como ser humano transformador, esto con el objetivo de complementar su formación profesional y fortalecer sus competencias disciplinares.

El paso de la teoría a la práctica

Del valor al precio

La valoración de empresas es un servicio oportuno para determinar el valor económico de una empresa partiendo de sus cifras financieras, planes de negocio, expectativas de crecimiento y otros ítems generadores de valor.

Cualquier persona natural o jurídica puede solicitar la valoración para diferentes propósitos, sin importar el tamaño de la compañía. La valoración de una empresa puede hacerse para proporcionar información interna a los gestores de una empresa o bien para llevar a cabo procesos legales, sucesiones, estudios de capacidad de deuda o simplemente para conocer la actual situación financiera de un patrimonio.

A continuación se mencionan otras razones.

Razones principales para solicitar una valo-

ración de empresa:

- Venta de la empresa o de un porcentaje de la misma a un tercero.
- Proporcionar información a las instituciones de crédito para un préstamo comercial.
- Compra de otras empresas.
- Fusión entre empresas.
- Recompra de participaciones a un socio.
- Entrada de un nuevo socio.
- Reducciones o ampliaciones de capital.
- Interés de la gerencia por conocer el valor actual de su empresa.
- Quiebra o liquidación de empresas.
- Herencias.

Métodos para valorar una empresa

Los métodos de valoración de empresas para llevar a cabo una valoración varían de acuerdo a la actividad económica de cada empresa. La valoración de empresas también sirve para evaluar las decisiones que se han tomado, las cuales son parte de una estrategia de incrementar el valor del patrimonio de los inversionistas, lo que también se conoce como gerencia del valor.

El informe de la valoración contiene suficiente información como para que cual-

2. En los procesos de fusión desde luego que también existen procesos de transición que se debe definir con claridad, para ponerse de acuerdo sobre la futura visión puesta en común con el fin de alcanzar el éxito esperado en el proceso de fusión. Para ello es necesario centrar la atención y los esfuerzos en la meta final y el establecimiento de los objetivos.

En efecto las fusiones y adquisidores no son ajenos al proceso, puesto que éstos reflejan la atención, el tiempo y los recursos al nuevo proyecto empresarial, en las fases de transición e integración. Generalmente se experimentan procesos de cambio y renovación en el establecimiento de las metas, en las necesidades de dependencia y la determinación de los objetivos en los nuevos procesos de planeación.

En cuanto a la gestión de personal es inevitable que muchas personas deben abandonar las organizaciones como consecuencia del cambio y otras se deben acoplar a los nuevos procesos.

3. Un tercer elemento a considerar lo constituye el recurso más importante para las empresas como lo es el de talento humano y como reacción ante los procesos de fusión ocurre la fuerte resistencia al cambio. Cuyos factores se mencionan en el siguiente cuadro:

Factores individuales	Factores grupales	Factores organizativos
d. Percepciones sobre lo que está pasando.	j. El cambio vulnera las normas del grupo.	n. Falta de apoyo al cambio de la alta dirección.
e. Deseo de estar de acuerdo con otros.	k. El cambio genera conflictos que amenazan la continuidad del grupo.	o. El cambio amenaza los esquemas establecidos de poder e influencia.
f. Nivel de cambio.	l. Temor al rechazo por otros grupos.	p. La estructura organizativa no apoya el cambio.
g. Personalidades incompatibles con lo esperado.	m. Falta de sensibilidad y comprensión de lo que se necesita.	q. Clima negativo, cerrado al cambio.
h. Falta de destrezas y conocimientos para hacer lo que se necesita.		r. La tecnología básica de la organización no es compatible con el cambio.
i. Valores básicos y creencias amenazados.		s. Puede prevalecer un "etnocentrismo cultural", si existe una actitud de que "somos los mejores".

Figura 2.

Fuente: <http://www.monografias.com/>

4. Utilización del PER (*Price Earnings Ratio*) en las operaciones de fusiones y adquisiciones. Los métodos basados en Ratios tratan de establecer el valor de una empresa a través de la estimación de su rentabilidad futura.

Este método es utilizado para predecir su valor y su utilidad radica en nivelar medidas de rentabilidad o eficiencia, pues no tienen unidades de medida o estandarización, siendo como son puras proporciones del numerador con respecto al denominador (fórmula matemática).

El sistema PER, consiste en la relación entre el precio o valor y los beneficios en el momento de su valorización, es una razón geométrica que se usa en el análisis fundamental de las empresas, especialmente en aquellas que cotizan en bolsa. En efecto esta variable indica la cantidad de veces que genera beneficio para una empresa representada en el valor de las acciones de la misma en el mercado bursátil. Un PER elevado involucra que los inversores están pagando más por cada unidad de beneficio en el momento de la compra y venta de acciones.

Para calcular el valor, este se calcula dividiendo el precio de la acción de una empresa determinada en el mercado bursátil entre el valor del beneficio neto anual después de impuestos de la empresa correspondiente entre en número de acciones que ha emitido, tal como se expone a continuación:

$$\text{PER} = \frac{\text{Precio por acción}}{\text{BPA (Beneficio por Acción)}}$$

Recomendaciones previas a la compraventa

El proceso de compra de una empresa termina cuando se realiza el pago de la misma y se firma el contrato de compraventa de las acciones o participaciones que acreditan la propiedad de la misma ante un notario o corredor de bolsa. Para ello se debe fijar el monto de negociación de la empresa, mediante un proceso de valoración. Antes de

que llegue ese momento las dos partes han de asegurarse de una serie de elementos.

- **Recomendaciones para el comprador.** El comprador debe estar seguro que conoce todo lo que se debe conocer de la empresa, es decir, que no va a tener sorpresas fuera de los márgenes aceptables y que una vez producida la compra, no se van a perder elementos de la misma que sean esenciales para darle sentido a la operación y para mantener el valor.
- Desde luego que en la negociación debe haber unos mínimos éticos en donde tanto el vendedor como el comprador deben estar conformes de la negociación pagada sin que haya ningún contratiempo en la negociación de la misma.
- **Recomendaciones para el vendedor.** El vendedor ha de prever: minimizar el impacto fiscal que le vaya a suponer la venta y evitar cualquier tipo de riesgo legal remanente tras la venta. En ese sentido se puede decir que en el momento de realizar el proceso de venta la empresa debe estar al día en el pago de impuestos.

Una de las mejores maneras de solventar en parte los celos y poner en marcha el proceso de desarrollo de una operación de compraventa o fusión es buscar una persona o entidad en quien confíen ambas partes para que actúe de facilitador o garante de la negociación garantizando que la operación sea limpia (*clean team*).

El intermediario (facilitador actúa) como una mezcla entre notario y auditor, por nombramiento de ambas partes y bajo un protocolo formal que fije las reglas de procedimiento que deben incluir un estricto juramento de confidencialidad e independencia. Esta persona debe tener competencias de profesio-

nalismo y discreción, en sus manos está la posibilidad de que las partes queden satisfechas en el proceso de negociación y debe dar suma claridad del proceso negociador de la misma asegurándose que todo lo pactado en el documento escrito por las partes de compraventa se cumpla en su totalidad.

Recomendaciones posteriores a la compra

Estas corresponden a las actuaciones que deben ponerse en marcha después de la operación de compra o fusión por parte del comprador:

- Unificar y reacoplar la gama de productos: este apartado se refiere a la retoma de los productos teniendo en cuenta cuales son los de mayor rotación. Se sabe que generalmente en un proceso de compra o fusión, las empresas quedan ilíquidas, por tal motivo es indispensable retomar los productos, los cuales tengan mayor salida para comenzar a obtener un flujo de caja que le permita mantenerse mientras ocurre una nueva inyección de capital que puede ser propio o ajeno.
- Redefinir las tarifas de precios: para ello es necesario revisar los precios en la actualidad de las materias primas, los costos generales de fabricación y las tendencias del mercado con el fin de no incurrir en la oferta de un producto costoso, es importante realizar entrevistas a los consumidores sobre la calidad y precio del producto, además de satisfacer las necesidades y deseos.
- Coordinar o fusionar las redes comerciales: el tema de los canales de distribución es importante porque permite visualizar el ciclo del producto desde la empresa productora y el consumidor final. En este caso es importante revisar esta parte, ya que permite a los nuevos dueños evidenciar la eficacia en el proceso de transición de los productos o servicios.
- Acoplar las políticas de ventas: por lo general, cuando hay o existe una nueva administración, es necesario hacerlo conocer al entorno empresarial conformado por el gobierno, los proveedores, la competencia, los clientes y consumidores, entre otros. Para ello es conveniente realizar campañas de mercadeo en donde a través de ofertas y descuentos despierta o renace nuevamente el ánimo por parte de los consumidores de adquirir el producto o servicio ofrecido.
- Coordinar o centralizar la política industrial: para ello es importante el centro de control de la organización y las funciones que en ella se confieren con el fin de establecer estrategias que permitan la expansión hacia nuevos mercados a través de los estudios de mercados y la segmentación del mismo. En cuanto a la parte industrial indiscutiblemente se debe revisar la tecnología actual con que cuenta la organización, si es posible invertir en nuevas tecnologías e instalaciones y las políticas en el cuidado y preservación del medio ambiente que garantice un desarrollo sostenible de la misma.
- Cerrar las fábricas duplicadas, si las hay: puede ocurrir en el caso de fusiones, trayendo como consecuencia despidos masivos, cierre de instalaciones, el rediseño de procesos y estrategias entre otros.
- Redefinir las cadenas de producción: una vez establecidas las instalaciones donde va operar la empresa, es conveniente dialogar con los colaboradores en el departamento de producción con el fin de redefinir cada una de las funciones y por

supuesto los equipos que irán a conformar las cadenas de producción a través de la identificación de las destrezas y las habilidades.

- Reestructurar la logística y cerrar almacenes: en este sentido puede ocurrir en los procesos de fusión, en la etapa de diagnóstico que se define lo que se tiene y lo que hay que adecuar para el servicio. A través de la logística se busca el manejo de los recursos que posee la empresa para diseñar una cadena de abastecimiento que permita al consumidor final el acceso a los productos o servicios ofrecidos por la empresa.



Figura 3.
Fuente: Propia

El proceso de compra

Este comienza en el momento que el comprador toma la decisión de adquirir el poder de la nueva empresa. Empieza ya en el momento en que alguien toma la decisión de iniciarlo, y asume la inversión de tiempo y dinero que ello implica, a partir de la preparación de un

informe previo sobre la empresa “objetivo” a ser comprada. Para ello, es necesario analizar las siguientes doce fases:

- Preparación de un pre-informe y decisión de iniciar el proceso: una vez tomada la decisión de la adquisición y compra de una nueva empresa, se valen de un informe donde se encuentra plasmado el concepto y los criterios de valoración de la empresa en donde se analiza la composición de los estados financieros, el nivel de reconocimiento por parte de los clientes y consumidores el grado de endeudamiento y la capacidad de responder por sus pasivos por intermedio del activo.
- Toma de contacto con el target: para ello es importante establecer de manera anticipada lo que se pretende hacer con la empresa en algunos casos consiste en recapitalizar ya que el comprador considera que definitivamente es un negocio que puede llegar a presentar altos niveles de rentabilidad debido a la oportunidad que ofrece el mercado. En otras oportunidades el comprador de la empresa puede utilizarla como trampolín para alcanzar nuevos mercados globales, debido a su reconocimiento y calidad de sus productos o servicios.
- Petición de información: está relacionada con el acceso real de la información de la empresa antes de tomar la decisión de compra, es decir conocer bien el negocio

que se va a adquirir. Para obtener esta información se puede a través de fuentes primarias o secundarias, lo importante de este caso es conocer el estado actual de la organización antes de comenzar con el proceso de negociación de la misma.

- Estudio de la información: en este caso hay que analizar, pues “no todo lo que brilla es oro” y de un buen estudio de la información pertinente de la organización se puede tomar una decisión soportada.
- Aclaraciones: en el caso que el comprador pueda tener algún interrogante al respecto con el proceso de negociación, es importante solicitar la aclaración y que esta cumpla con las expectativas del comprador ya que esto lo puede llenar de motivos y forzar en el proceso de adquisición. Es por eso importante analizar el informe de valorización de empresas independientemente del método con el que haya sido realizada.
- Preparación del informe de valoración: en el informe de valorización se debe tener en cuenta todos los criterios que se han visto a lo largo de todas las cartillas del módulo, pues este constituye una herramienta fundamental en la toma de decisiones de la misma. A continuación mediante un esquema se recuerdan los procesos para valorar una empresa:

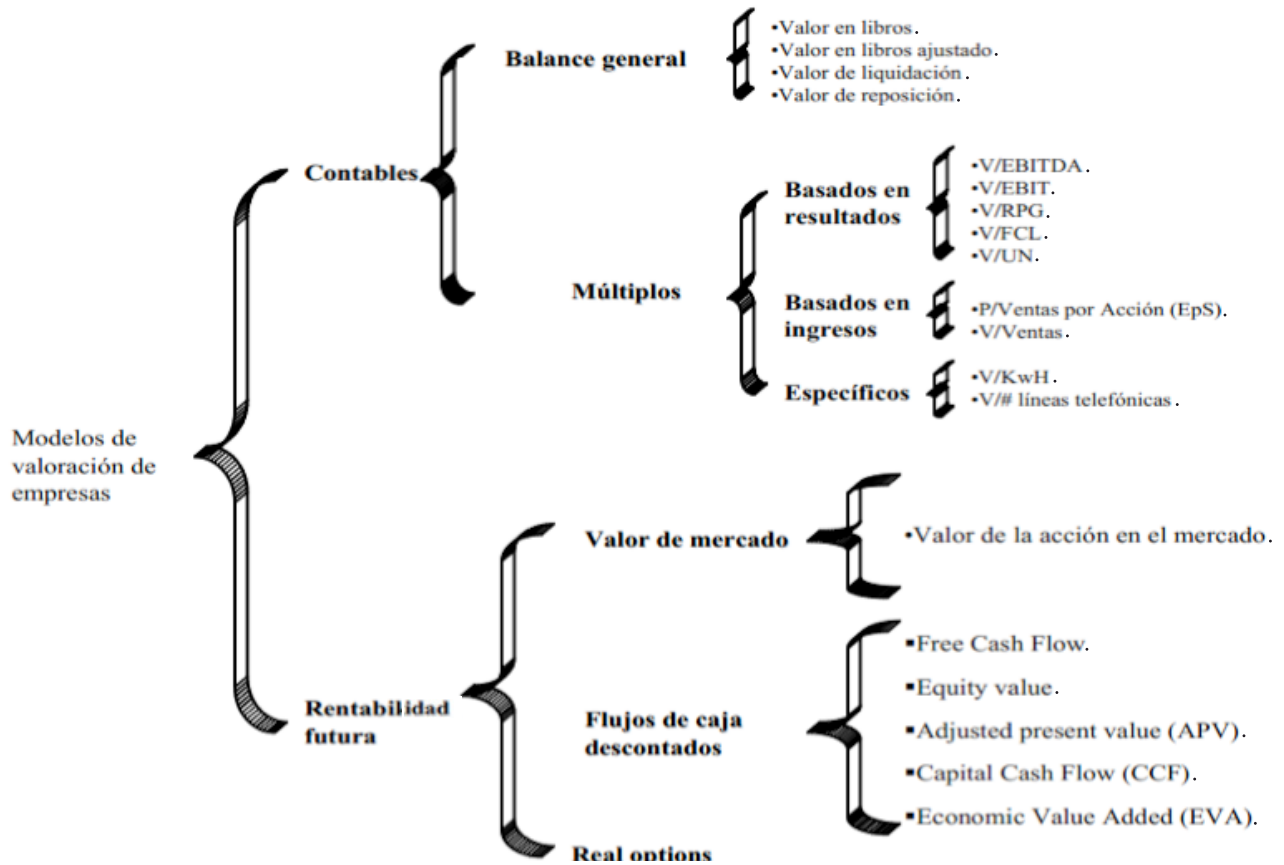


Imagen 1.

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

- **Decisión de ofertar:** una vez estudiado y analizado el informe de valoración de empresas, el posible interesado en comprar decide establecer una oferta formal para la compra del mismo. En ese sentido comienza formalmente el proceso de negociación, por lo general, la parte ofertada no cumple con las expectativas del vendedor y comienza el famoso “tire y afloje”.
- **Negociación hasta llegar a un acuerdo:** es la continuación de la etapa anterior. Es importante establecer que si las dos partes se sientan a negociar es porque realmente existe un verdadero interés por consolidar una negociación en donde las partes salgan satisfechas, de no ser así solamente es una consulta de precio.
- **Carta de intenciones:** luego del proceso de negociación para protocolizar el acuerdo de compraventa de la empresa, se elabora un documento en donde se establecen las condiciones de la negociación y los plazos establecidos para el pago y la entrega de la empresa.
- **Due diligence (debida diligencia):** para darle reconocimiento legal a la carta de intenciones es necesario elevar la misma ante un notario público para que exista seriedad por parte de ambos negociadores en el proceso de transición del bien.

- **Negociación final:** es el momento en donde las partes se ponen de acuerdo sobre el precio, la forma de pago y lo que se va a recibir por la negociación. Generalmente se oficializa la compraventa de la empresa asignando valor y periodos de pago, para ello se establece un cronograma que también es oficializado ante el negociador y el notario público. En este documento se puede protocolizar la transferencia de la organización.
- **Cierre de operación:** esta se da cuando el comprador paga en su totalidad el derecho a usufructuar la empresa y el vendedor entrega oficialmente el inmueble y cede todos los derechos en el manejo y la explotación de la empresa y de las marcas que en ella están.

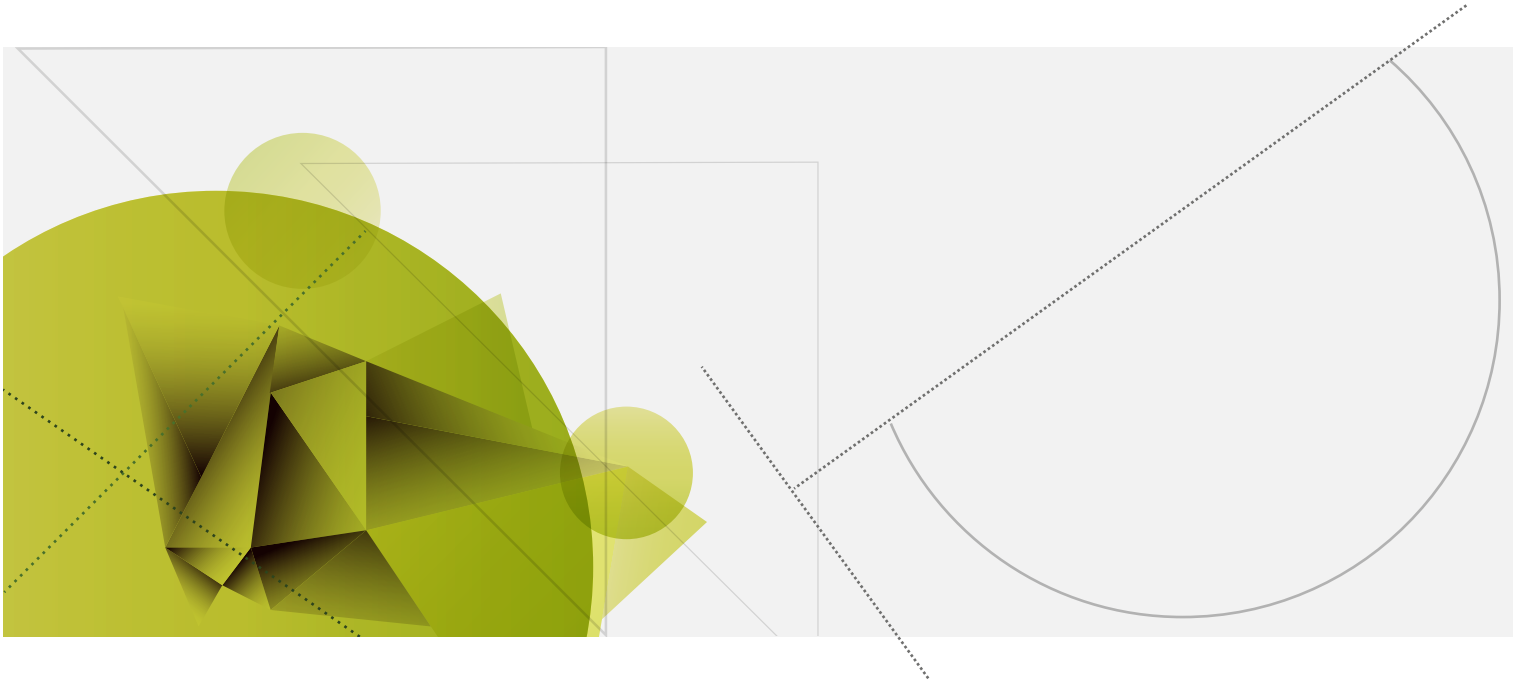
Bibliografía

- **Amar, O.** (1999). *Valor económico agregado EVA*. Editorial Norma. Banco de la República. Boletines de Coyuntura Económica.
- **ANDI.** (2008). *Balance 2008 y perspectivas financieras 2009*.
- **Arrow, K.J.** (1977). *Análisis general competitivo* (p. 380). Fondo de cultura económica.
- **Bancolombia.** (s.f.). Investigaciones económicas. Recuperado de www.bancolombia.com
- **Blázquez Santana, F., Dorta Velázquez, J. A., Martel, V., & Concepción, M.** (2006). Factores del crecimiento empresarial: Especial referencia a las pequeñas y medianas empresas. *Innovar*, 16, (28), pp.43-56.
- **Calva-Mercado, A. (2003).** *Creación del valor*.
- **Caicedo, E.** (2004). *Medición de los betas del capital contable propio a través de la información contable*. I Simposio de Docentes de Finanzas. Bogotá.
- **Copeland, T.** (2000). *Valuation*. New York, Wiley.
- **Damodaran, A.** (2002). *Investment valuation*. New York, Wiley.
- **De la Parra, E., & Madero, M.** (2003). *Estrategias de ventas y negociación*. Panorama Editorial.
- **Díaz García, P.** (2008). *Diseño de un sistema de gestión empresarial adaptado a las Pymes del sector textil cuya producción se basa en el tisaje de tejidos para el hogar* (Doctoral dissertation).
- **Fernández, A.** (2001). El balanced scorecard. *Revista de antiguos alumnos IESE*, pp.12-15. Barcelona, España.
- **Fernández, P.** (2008). Métodos de valoración de empresas. *PricewaterhouseCoopers Professor of Corporate Finance*, p. 48. Madrid. IESE Business School.
- **Fernández, P.** (2006). 120 errores en valoraciones de empresas. *IESE Business School*, p. 27.
- **Fernández, P.** (2000). *Valoración de empresas*. Barcelona.
- **Figueira, M.** (2012). Valuación y costo. Reflexiones teóricas conceptuales. *Contribuciones a la economía*.
- **García, O.L.** (2003). *Valoración de empresas, gerencia del valor y EVA*. Medellín.
- **Garzón Matellán, A.B.** (2012). *Productos de financiación para Pymes: caso Tecniform*.
- **Garzosi, R., Sclaro, M.M., Marino, C.M., Luna, J.O., Pérez, G.I., Segura, R.Z., & Emprendedores, P.D.N.** (Marzo 2014). *Iniciativa Latinoamericana de Libros de Texto Abiertos (LATIn)*. (1era. Ed.).
- **Hernández, C.** (2013). *Valoración dinámica de la empresa flexiplas con flujos netos de caja operativos*.
- **Hinestroza, J.F.** (2014). *Factores del sistema de gestión de las pymes comerciales minoristas en la ciudad de Medellín afectadas por los tratados de libre comercio*.

Bibliografía

- **León, G.O.** (2002). *Valoración de empresas. Gerencia del valor y EVA*.
- **Lubián, F.J.L., & de Luna Butz, W.** (2001). *Valoración de empresas en la práctica*. McGraw Hill Interamericana.
- **Martí Cembranos, S.** (2015). *Valoración de bancos del IBEX 35= Bank valuation IBEX 35*.
- **Mercado, S.** (1989). *Administración aplicada 2a parte: Teoría y práctica*. Limusa.
- **Moya, I.** (1996). Valoración analógico-bursátil de empresas. Aplicación a las cajas de ahorro. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, pp. 199-234.
- **Nieto, B., & Rubio, G.** (2002). El modelo de valoración con cartera de mercado: una nueva especificación del coeficiente beta. *Spanish Journal of Finance and Accounting/Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 31, (113), pp. 697-723.
- **Orea, D.G., & Villarino, M.T.G.** (2013). *Evaluación de impacto ambiental*. Mundi-Prensa Libros.
- **Pascual, L.B.** (2009). Valoración de empresas por descuento de flujos de caja: proyección de ratios y estimación del valor terminal por múltiplos. *Revista Universo Contábil*, 5 (2), pp. 125-141.
- **Rico, L.** (2003). *Cuánto vale mi empresa*. Bogotá: Alfaomega.
- **Roeder Rosales, F.J.** (2009). *Transformación de mercancías para consumo: estrategia para mejorar el nivel de competitividad de las empresas importadoras de materias primas y productos intermedios*.
- **Salloum, D., & Vigier, H.** (1999). Sobre la determinación de la estructura de capital en la pequeña y mediana empresa. *XXXIV Reunión Anual de la AAEP*.
- **Vasco, L. A. P.** (2004). De ética económica a economía ética: fundamentos a partir de una racionalidad ético interpretativa, con una aplicación al caso ecuatoriano. Editorial Abya Yala.
- **Velásquez, M. I.** (1995). *Indicadores de competitividad y productividad, revisión analítica y propuesta sobre su utilización*.
- **Vélez, I.** (2006). *Decisiones de inversión*. Bogotá: Ceja.
- Zea Alvear, M. A., & Chasi Narea, J. M. (2009). *Análisis de los métodos para valoración de empresas* (Doctoral dissertation).

Esta obra se terminó de editar en el mes de noviembre
Tipografía Myriad Pro 12 puntos
Bogotá D.C.,-Colombia.



AREANDINA
Fundación Universitaria del Área Andina

MIEMBRO DE LA RED
ILUMNO