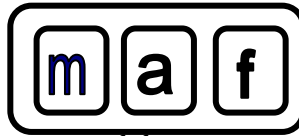


**UNIVERSIDAD DE EL SALVADOR**

FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS

MAESTRÍA EN ADMINISTRACIÓN FINANCIERA



*Fundada en 1995*



**¿CÓMO VALORA UN INVERSIONISTA?**

TRABAJO DE GRADUACIÓN PRESENTADO POR:

**CARLOS MAURICIO REYES VALENCIA**

PARA OPTAR AL GRADO DE

**MAESTRO EN ADMINISTRACIÓN FINANCIERA**

ENERO DE 2012

CIUDAD UNIVERSITARIA, EL SALVADOR, CENTROAMÉRICA

# UNIVERSIDAD DE EL SALVADOR



## AUTORIDADES UNIVERSITARIAS

RECTOR : MÁSTER RUFINO ANTONIO QUEZADA SÁNCHEZ

SECRETARIO GENERAL : LIC. DOUGLAS VLADIMIR ALFARO CHÁVEZ

## AUTORIDADES DE LA FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS

DECANO : MÁSTER ROGER ARMANDO ARIAS ALVARADO

VICEDECANO : MÁSTER ÁLVARO EDGARDO CALERO RODAS

SECRETARIO : MÁSTER JOSÉ CIRIACO GUTIÉRREZ CONTRERAS

ADMINISTRADOR ACADÉMICO : LIC. EDGAR ANTONIO MEDRANO MELÉNDEZ

ASESOR : MÁSTER YANIRA DEL CARMEN TORRES

TRIBUNAL EXAMINADOR : MÁSTER YANIRA DEL CARMEN TORRES

MÁSTER GUILLERMO VILLACORTA MARENCO

ENERO DE 2012

SAN SALVADOR

EL SALVADOR

CENTRO AMÉRICA

# ÍNDICE

<b>PRÓLOGO</b> .....	iv
<b>I. ANTECEDENTES</b> .....	1
1. Valoración.....	1
2. Bases y herramientas de la valoración.....	3
2.1 El valor del dinero en el tiempo y el riesgo.....	3
2.2 Información financiera y relación de los datos.....	4
3. Métodos de valoración.....	4
3.1 Valoración intrínseca .....	4
3.2 Valoración relativa .....	5
<b>II. ¿CÓMO VALORA UN INVERSIONISTA?</b> .....	7
1. El inversionista.....	7
2. El inversionista promedio.....	7
3. Impulsores claves de valor en la valoración de empresas.....	8
3.1 Empresa naciente.....	8
3.2 Empresa de crecimiento.....	11
3.3 Empresa madura.....	15
3.4 Empresa en descenso.....	20
3.4.1 Empresa en descenso reversible y angustia baja.....	22
3.4.2 Empresa en descenso irreversible y angustia baja.....	22
3.4.3 Empresa en descenso reversible y angustia alta.....	22
3.4.4 Empresa en descenso irreversible y angustia alta.....	23
3.5 Ejemplo de impulsores de valor en una firma.....	23
<b>CONCLUSIONES</b> .....	24
<b>REFERENCIAS</b> .....	25
Bibliografía.....	25
Notas.....	27

## PRÓLOGO

Cualquier inversionista para tomar la decisión de invertir o no invertir, se ve en la necesidad de tener una referencia de valor, la cual puede resultar crucial para la toma de decisiones. En la actualidad abundan los modelos con compleja terminología de moda que facilitan impresionar a los auditorios, pero muchas veces estos son difícilmente entendibles para un experto analista, ya no digamos para una persona promedio. El siguiente estudio presenta un enfoque de valoración desde el punto de vista de un inversionista promedio, que toma de referencia el primer borrador del libro “*The Little Book of Valuation*”, del maestro Aswath Damodaran<sup>1</sup>.

Con el objetivo de crear las bases sólidas y el ambiente óptimo en la valoración, se presentan las herramientas mínimas que no deben faltar en los modelos, como son: el valor de dinero en el tiempo, la estimación de riesgo y retornos esperados, la información financiera y la interrelación de toda la información disponible que se convierten en los insumos para la aplicación de los modelos. Posteriormente se muestran las características de la estimación relativa e intrínseca, en las cuales se establece la ventaja de tomar una posición intermedia, ya que a menudo la valoración intrínseca ofrece un panorama muy amplio de aquello que impulsa el valor de una acción o de un negocio y en ocasiones la estimación relativa quizás pueda brindarnos una aproximación más realista. Pero en general no hay razones para elegir un método y prescindir del otro, ya que nada nos impide utilizar ambos.

El enfoque de valoración mostrado se basa en el principio de parsimonia, tratando de explicar los modelos con la mínima cantidad de variables, donde se demuestra que basta con que se logre identificar los impulsores claves de valor o en otras palabras entender el ADN del negocio o activo para asegurar el 90 % de la valoración. Independientemente del modelo de valoración que se utilice resulta clave abordar la valoración desde diferentes ubicaciones en el ciclo de vida de las empresas, desde su nacimiento, crecimiento, madurez y finalmente su descenso. En cada una de sus etapas se muestran los impulsores de valor que resultan claves para una mejora aproximación del valor de la firma, desde su etapa de nacimiento se vuelve importante el saber identificar y medir la potencialidad de sobrevivencia de la firma y la probabilidad de que esta se vuelva rentable. En su etapa de crecimiento se vuelve importante determinar el valor razonable de los activos de crecimiento, la identificación de la variación en el tiempo de la tasa de descuento y el papel crucial del valor terminal. En la etapa de madurez resulta clave la estimación y la potencialidad de crecimiento inorgánico por medio de adquisiciones o el crecimiento por la vía de gestión de cambio y finalmente en la etapa de descenso resulta clave el responder las preguntas ¿Es la caída de las operaciones de la empresa reversible o permanente? y ¿Es la angustia de la empresa significativa y coincide con el sector? Con lo cual se pretende identificar el descenso que está experimentando la firma.

En ningún momento se pretende que esta sea la receta mágica en la valoración, pero queda demostrado que existen suficientes motivos para que podamos emprender nuestras propias estimaciones y se logre crear un marco lógico que disminuya la probabilidad de equivocación.

## I. ANTECEDENTES

Para conocer la manera en cómo piensa un inversionista al momento de realizar una valoración, es importante conocer la evolución histórica de las finanzas y la participación del accionista en las decisiones, por ejemplo para principios del siglo XX, las finanzas se centraban sobre la materia legal en cuanto a la consolidación y formación de nuevas firmas, emisión de bonos y acciones con mercados de capital primitivos en esta primera fase el accionista tiene derecho a participar en la toma de decisiones y de asistencia a la asamblea. Durante la depresión de los años 30' en los Estados Unidos las finanzas enfatizaron sobre quiebras, reorganizaciones, liquidez de firma y regulaciones gubernamentales sobre los mercados de valores. Entre los 40' y 50' las finanzas siguieron siendo vistas como un elemento externo teniendo mayor importancia la producción y la comercialización. A finales de los años 50' se comienzan a desarrollar métodos de análisis financiero dándole importancia a los estados financieros claves: el balance general, el estado de resultados y el flujo de efectivo, ya para esta época el inversionista típico desaparece y se convierte en anónimo y quienes inician la administración son los gestores de fondos de pensiones. En los años 60' las finanzas se concentran en la óptima combinación de valores (bonos y acciones) y en el costo de capital, en esta época hubo un aumento en el precio de las acciones, que contribuyó al auge de las fusiones y adquisiciones ya que las empresas se comercializaban diariamente y aumentó la participación de industrias como el acero, petróleo y el tabaco para mejorar el poder de precios monopólicos. Las fusiones y adquisiciones en los años 60' eran conglomerados de moda que utilizaban las acciones a precios altos para comprar compañías con baja calificación de mercado, durante la década de los 70' se concentraban en la administración de carteras y su impacto en las finanzas de la empresa. Para la década de los 80' y los 90' el tópico fue la inflación y su tratamiento financiero, así como los inicios de incorporación de valor, actualmente la participación y control corporativo permite definir la estrategia que contribuye a la creación de valor.

Desde inicios del siglo XX, se ha tenido la necesidad de negociar activos, por lo tanto todo inversionista debe ser capaz de cuantificar de la mejor manera un activo para poderlo gestionar y negociar por ejemplo: si una multinacional como Pollo Campero que cuenta con tecnología e instalaciones muy avanzadas decide realizar una oferta de compra a los hot dogs El Chory, con el objetivo de aprovechar el éxito acumulado en el mercado Salvadoreño y lograr entrar a su segmento de venta, al momento de establecer el precio de negociación solo estarán valorando la marca, pero no le asignaran valor a los activos, ya que ellos dispone de modernas instalaciones, equipos y sofisticada logística, en cambio si se analiza desde el punto de vista de El Chory ellos valorarán muy bien sus activos ya que constituye parte de su patrimonio que mantienen su producción y venta exitosa. Como vemos desde el punto de vista del comprador se buscará establecer el valor máximo que está dispuesto a pagar y por parte del adquirido se determinará el valor mínimo por el que acepta la oferta. Finalmente se establece un precio que puede ser un punto de equilibrio entre el comprador y el vendedor.

Por lo tanto el precio lo constituye la cantidad monetaria por el que se cierra la negociación y el valor es el potencial intrínseco que cada quien le asigna al bien o activo en negociación. Las actividades de compra o venta ya sea una camisa, una casa, un vehículo o una empresa son actividades diarias y en el mundo de las finanzas los inversionistas están en constante búsqueda de aquellas inversiones que maximicen sus recursos y una de sus actividades cotidianas es la valoración de activos, por esta razón están siempre en la búsqueda constante de aquellos modelos que permitan comprender de la mejor manera las variables y a la vez lograr establecer las referencia de valor con mayor exactitud, pero esto en la actualidad constituye una de las actividades con mayor dificultad.

## **1. Valoración**

Para muchos el valor de un activo entra por los ojos, por ejemplo cuando adquirimos un vehículo, una casa o una obra de arte más o menos famosa, las personas se dejan ir por la emoción de adquirir dicho producto, pero si hacemos a un lado las motivaciones estéticas o emociones nos damos cuenta que realizarlo de esta manera es totalmente absurdo. La adquisición de un activo debe realizarse en función de los flujos generados por ese mismo activo a futuro, de tal manera que el precio pagado por este debe reflejar los futuros *cash flows*. Por ejemplo si se valora la compra de una joven vaca lechera se debe estimar su valor, no con base a su peso en libras o pensando en su destazo inmediato, sino en la previsión de litros de leche que se espera obtener en los años futuros que le quedan de vida y así mismo en su valor final luego que deje de producir leche<sup>ii</sup>, con lo cual se visualiza un valor diferente al activo.

Un ejemplo exitoso de valoración y de previsión futura fue la realizada por el equipo de futbol Barcelona de España, en la adquisición de la estrella de futbol Leonel Messi, era 1998 cuando el futbolista Argentino militaba en las categorías inferiores del Newell's Old Boys, desde pequeña edad mostró destellos de sus habilidades y de su proyección como una futura estrella en el futbol mundial, tenía como destino el River Plate Argentino, pero los dirigentes desestimaron la inversión, porque su adquisición implicaba un gasto mensual de \$1,000 por el tratamiento para la corrección de un problema hormonal, lo que fue de peso para no autorizar su contratación, pero para esa fecha los informes de los cazatalentos habían llegado a los escritorios de los directores deportivos del Barcelona, y fue el técnico Carles Rexach quien lo observó y recomendó su contratación inmediata para incorporarlo y formarlo en las categorías inferiores del Barcelona la Masía<sup>iii</sup>, convencer al presidente no resultaba fácil, pues se estimaba que por su edad y su problema hormonal para que llegara a la primera plantilla iba a tomar un tiempo de 8 años, lo cual implicaba mucho tiempo y dinero pero sus proyecciones y calidad no hicieron dudar en su contratación al director técnico que con sus informes logró convencer al presidente, pues estaba convencido de la proyección del joven futbolista, vislumbraba mucho optimismo y éxito en los flujos y resultados futuros, lo que con el tiempo ha quedado demostrado, ya que en la actualidad esa decisión de 1998 fue una decisión inteligente.

Actualmente a través de la imagen del jugador se mueve mucho dinero y su cláusula de rescisión actual es de 300 millones de euros, lo que demuestra el éxito de la inversión realizada. El ejemplo anterior no quiere decir que todas las decisiones de inversión van a resultar exitosas, ni mucho menos que van a generar millones, pero el apostar por las inversiones a largo plazo y prever los flujos futuros y no los inmediatos puede ayudar a reflexionar para considerar muchas otras variables en la toma de decisiones. En el mundo de los negocios existe una búsqueda constante de competitividad y posicionamiento estratégico, lo que lleva a cada compañía a impulsar procesos que le permitan tomar decisiones estratégicas que maximicen su valor, una forma de crear valor es a través de las adquisiciones de empresas, pero para tener éxito se debe saber comprar a un precio justo<sup>iv</sup>, esta decisión de comprar o vender una empresa es uno de los momentos de la verdad en el mundo de los negocios ya que una buena compra realizada a un precio razonable en el momento oportuno y realizado un eficiente *due diligence*<sup>v</sup>, puede llevar a ese crecimiento buscado, pero en cambio una adquisición efectuada en un mal momento, a precio elevado, con exceso de deuda y con un mal *due diligence* puede llevar a la ruina. Se debe buscar una inversión sensata, evitando la maldición del ganador<sup>vi</sup> ya que no se debe pagar en exceso respecto al valor razonable<sup>vii</sup> que se estime para un activo, se deben fijar precios límites que eviten la guerra de ofertas, lo anterior parece ser lógico, sencillo o evidente pero a menudo se olvida y bajo ninguna circunstancia debe justificarse la compra de un activo diciendo que siempre existirá algún inversionista que en el futuro estará dispuesto a pagar un precio mucho más elevado para un activo que se está adquiriendo, porque en el peor de los casos ese alguien anclado o inversionista dispuesto a comprar resultara siendo usted mismo.

## **2. Bases y herramientas de la valoración.**

En toda valoración existen herramientas mínimas que no pueden dejar de considerarse, entre ellas existen cuatro en las cuales se debe enfocar: El valor del dinero en el tiempo, la estimación del riesgo y de los retornos esperados, el análisis de la información financiera y el lograr descifrar la poderosa interrelación entre toda la información disponible permitirá sentar las bases sólidas para tener las herramientas básicas para poder aplicar de la mejor manera los modelos.

### **2.1 El valor del dinero en el tiempo y el riesgo**

En las finanzas las herramientas más simples generalmente son las más poderosas, la comprensión del concepto del cambio del “valor del dinero en el tiempo” ayudará enormemente en la valoración se debe estar consiente que debido a la inflación monetaria el valor del dinero decrece con el tiempo, así mismo la incertidumbre asociada con los flujos futuros reduce su valor, por lo tanto al iniciar una valoración se debe tener en cuenta el valor presente del dinero. Otra herramienta no menos importante es la “medición del riesgo” basta con trasladarse al pasado desde el siglo XVI y XVII las acciones fueron puestas al mercado, para estos tiempos existía una limitada información y únicamente la gente con mucho dinero invertía pero con el transcurso del tiempo muchos se involucraron en el negocio de las acciones, surgieron los

escándalos de estafas, por lo que hubo necesidad de poder cuantificar ese riesgo en invertir, ya para inicios del siglo XX la necesidad de mediciones de riesgo se incrementaron y fue cuando surgió *Standard Statistics Bureau*<sup>viii</sup>, los precursores de *Standard and Poor's*, *Fitch* y *Moody's* quienes procesaron la información contable y medición de riesgo en créditos y bonos, lo que constituyó un paso muy importante para poder tener firmas especializadas cuantificando información de mercado, operativa, contable y macroeconómica que se constituye en una referencia de gran importancia para la valoración. Para 1950 surgió la teoría de portafolio de Harry Markowitz<sup>ix</sup>, quien cambió la manera de pensar y medir el riesgo y afirmó que con una cartera diversificada se disminuía el riesgo, ya que no era lo mismo un riesgo individual a un riesgo diversificado. Asimismo otro modelo que es extensamente utilizado y criticado es el CAPM<sup>x</sup>, el cual menciona que no hay manera de separar las inversiones buenas de las malas, ya que existe una cartera de mercado donde el riesgo de un activo se convierte en el riesgo añadido de esa cartera de mercado lo cual se mide por un beta. Desde el siglo XVI y XVII se inició la búsqueda de las mejores referencias de medida de riesgo, las cuales han evolucionando y perfeccionando con el tiempo lo importante está en ser consciente que es necesario lograr capturar la mejor cuantificación del riesgo para realizar las estimaciones de la mejor manera.

## 2.2 Información financiera y relación de los datos.

“La información financiera” se constituye en uno de los recursos fundamentales que se deben utilizar para realizar una estimación de valor de una empresa, donde es de provecho el método de la mayéutica<sup>xi</sup> que utilizó Sócrates para inculcar el conocimiento a los atenienses, que consiste en hacerse interrogaciones y por medio de esto descifrar el verdadero valor, debemos buscar las respuestas a las siguientes preguntas: ¿Qué tanto valor tienen los activos para la firma?, ¿De dónde provienen los fondos para financiar los activos de fondos propios o de incremento de deuda? y ¿Qué tan rentable son los activos? a través del tiempo los términos contables han ido evolucionando y el contestar estas preguntas se ha vuelto mucho más difícil, pero existen tres medidas básicas de contabilidad que nos ayudarán enormemente, las cuales son: el balance general, el estado de resultados y el estado de flujo de efectivo. Luego de estar consciente del cambio del valor del dinero en el tiempo, de la medida del riesgo y de los recursos básicos de la información financiera, el éxito de estos recursos depende de lograr descifrar “la interrelación de los datos” donde se deben establecer mediciones estadísticas que permitan capturar la correlación positiva o negativa entre las variables. Las herramientas descritas sientan las bases y son de gran ayuda para la valoración y el éxito está en lograr dar un sentido a la información.

## 3. Métodos de valoración

La valoración puede realizarse desde la perspectiva del valor intrínseco o del valor relativo no hay fórmula correcta que describa la óptima valoración, mas son diferentes perspectivas que pueden ser complementarias para dar la mejor referencia posible.



### 3.1 Valoración intrínseca

Cuando estimamos que un negocio o activo vale la pena con base a su potencial de *cash flows*, crecimiento y riesgo estamos realizando una valoración intrínseca. La herramienta principal para estimar el valor intrínseco es el modelo de *cash flows* descontado. Hay cuatro ingredientes que no deben faltar en el cálculo de este valor. El primero es el flujo de efectivo de los activos existentes, antes y después del pago de la deuda. El segundo es la tasa de descuento, WACC (*Weighted Average Cost of Capital*) que se trata del promedio ponderado del costo de los fondos propios y de la deuda las cuales se ponderan por el peso que tiene cada uno dentro del balance de la empresa. El tercero es el crecimiento esperado, finalmente se debe considerar el valor terminal tomando en cuenta que no se pueden estimar flujos de una manera constante, generalmente se cierra el periodo de valoración en un año “x” donde se estima un valor final que refleja todos los flujos de efectivo más allá de ese punto, las dos formas para apreciar el valor terminal es estimar una liquidación de los activos de la empresa en el último año asumiendo que son vendidos, la otra es estimar que el negocio seguirá en marcha asumiendo una renta perpetua.

En la medida en que el valor depende de los supuestos que hacemos acerca de los flujos de efectivo, de crecimiento y de riesgo, estamos tomando los factores que caracterizan una valoración intrínseca, pero pueden surgir las siguientes preguntas ¿qué pasa si el valor intrínseco que se deriva es muy diferente del precio de mercado? Hay varias explicaciones posibles. Una de ellas es que hemos hecho supuestos erróneos o poco realistas sobre el potencial de crecimiento futuro de una empresa o de su grado de riesgo. Una segunda explicación sería que hemos realizado evaluaciones incorrectas de las primas de riesgo para todo el mercado. Una tercera es que el mercado ha cometido un error en su evaluación del valor, incluso en el último escenario donde nuestra evaluación del valor está bien y el precio de mercado está mal, no hay garantía de que podamos ganar dinero de nuestras valoraciones, para que esto ocurriera, los mercados tendrían que corregir sus errores lo cual es difícil que pase en el corto plazo. De hecho, podemos comprar acciones que creemos que están bajo su valor y luego con el paso del tiempo encontrarnos que realmente son aún más bajos de lo que pensábamos. Es por eso que un horizonte a largo plazo es casi un prerrequisito para utilizar los modelos de valoración intrínseca.

### 3.2 Valoración relativa

Cuando decidimos comprar una casa y desconocemos cuanto pagar por ella basta con visitar una de las casas similares del vecindario y preguntar al dueño cuanto pago por ella para tener una buena referencia, asimismo un coleccionista de tarjetas que desea saber cuánto pagar por una tarjeta del famoso beisbolista de los *Yankees* de *New York*, Mickey Mantle<sup>xii</sup> en su época de novato, basta con revisar los precios de transacción de otras tarjetas similares en eBay<sup>xiii</sup>. En el mismo sentido, un inversor que trata de decidir una inversión en una acción busca la manera de estimar su valor, observando el valor de acciones similares en el mercado.

En la valoración relativa el objetivo es determinar el valor de un activo con base al precio que se negocian activos similares en el mercado. En este tipo de valoraciones hay dos componentes que no deben faltar, en primer lugar los precios tienen que ser estandarizados, por lo general mediante la conversión de los precios en múltiplos de una variable común si bien esta variable común puede ser diferente entre los distintos activos por lo general toma la forma de las ganancias, el valor en libros o variables específicas del sector. El segundo es encontrar activos similares, lo cual es difícil de hacer ya que no hay dos activos que sean exactamente idénticos, con las casas o las tarjetas de béisbol encontrar referencias similares puede resultar fácil, pero para tener comparativos de precios en activos similares es más difícil aun en el contexto de la valoración la búsqueda de igualdad resulta difícil ya que las empresas inclusive en el mismo sector varían considerablemente.

Lo atractivo de los múltiplos se basa en su simplicidad, hay cuatro pasos fundamentales que debemos considerar en su uso. En primer lugar, tenemos que definir múltiplos constantes y medir de manera uniforme todas las empresas que se necesitan comparar. En segundo lugar, necesitamos tener una idea de cómo los múltiplos varían entre las empresas, sector y mercado, en otras palabras, debemos tener la capacidad de identificar entre lo que es un gran valor, un valor bajo y un valor típico de los múltiplos en análisis. En tercer lugar, tenemos que identificar las variables claves que determinan cada uno de los múltiplos y cómo los cambios en estas variables claves pueden afectar el valor de los múltiplos. Por último tenemos que encontrar empresas verdaderamente comparables y realizar los estudios pertinentes. Hay que ir con mucha precaución cuando se utilizan los múltiplos y mucho más cuando no están basados en la generación de riqueza, ya que se puede sobrevalorar mucho una empresa que tiene buenos indicadores de actividad pero sin generar beneficios. En España, por ejemplo, algunos inversores perdieron mucho dinero con empresas como Terra o Kiss FM por efectuar valoraciones basadas en múltiplos que tomaron como referencia las visitas a la web y cantidad de número de oyentes, que no consideraban la capacidad de generar riqueza.

La valoración de un activo o empresa no es una tarea fácil, ya sea si se realiza por medio de la valoración intrínseca o relativa esto resulta complejo, más aún si dejamos por fuera las culturas organizacionales, aunque no hay método óptimo ambos pueden ayudar a obtener previsiones creíbles que den una referencia con la que un comprador o un vendedor pueda iniciar una negociación y que facilite la búsqueda de un punto en común para llegar a buen término. Aunque existen algunos puristas para cada tipo de valoración quienes argumentan que el enfoque contrario es inútil o inconveniente, se debe tomar una posición intermedia ya que a menudo la valoración intrínseca nos ofrece un panorama muy amplio de aquello que impulsa el valor de una acción, o de un negocio, hay ocasiones en que la valoración relativa quizás pueda brindarnos una estimación más realista. Pero en general no hay razones para elegir un método y prescindir del otro pues no son excluyentes, ya que nada nos impide utilizar ambos. Si el acto de invertir constituye un juego de probabilidades podemos mejorarlo significativamente al invertir en acciones que podrían estar subvaluadas conforme cualquiera de los métodos utilizados.

## II. ¿CÓMO VALORA UN INVERSIONISTA?

En más de alguna ocasión en cualquier etapa de su vida toda persona se ha visto en la necesidad de valorar un activo, desde temprana edad se da valor especial a los juguetes, comida y diversión y a medida que las personas crecen tienen la necesidad de tomar decisiones mucho más frecuentes y complejas, como puede ser el caso de la compra de un vehículo, basta verlo para dar un precio inicial que puede ser una referencia, pero cuando ya se introducen otras variables como puede ser el kilometraje, el año, el país de origen y el historial de dueños, se vuelve más analítica la valoración por lo tanto es importante que cada persona sepa o establezca un enfoque sencillo que le permita con mucha precisión vender o pagar un precio justo por un activo cualquiera. Cuando la valoración se traslada al mundo de las finanzas al igual que en la vida real las decisiones que debe tomar un inversionista hacia el valor de un activo, ya sea se aplique una metodología intrínseca o relativa, no resulta en una actividad fácil, más bien compleja.

### 1. El inversionista

Siempre ha tenido la necesidad de invertir y por lo tanto existe una búsqueda constante en donde poder asegurar esas inversiones de manera rentable, es aquí donde entra la complejidad en proteger esas inversiones seguras. En la valoración de un activo intervienen muchos agentes con diferentes ideas, enfoques y justificaciones que buscan convencer de la mejor manera a cualquier inversionista independientemente del país, género o estatus económico la decisión de invertir generalmente se delega a un experto analista.

Existe una gran confianza que la decisión que tomará un experto será la correcta, más cuando esta decisión se basa en aquella compleja terminología de moda, la cual no es más que nuevas formas de expresar las mismas ideas antiguas con sofisticados nuevos términos que vislumbran un poder de convencimiento. Las intimidantes formulas y modelos financieros son lo que a través de la historia han tenido más poder para la toma de decisiones, entre más variables explican la decisión es más poderosa, contrario al principio de parsimonia, donde se dice: ¿ Por qué explicar con más variables, un modelo ? si se puede explicar con unas pocas de estas, pero esto en la finanzas parece muy difícil de aplicar ya que todos los analistas tienden a utilizar aquellas cifras complicadas que le permitan impresionar a los auditorios reafirmando su calidad de experto.

### 2. El inversionista promedio

A través de la historia se han escrito muchos documentos y teorías que tratan de explicar de la mejor manera las metodologías o modelos que permitan con mayor probabilidad de éxito determinar el verdadero valor de un activo o firma, la mayoría de ellos utilizan complejas ecuaciones matemáticas, pero a pesar de la búsqueda constante de la mayor precisión ha quedado demostrado que independientemente de la exactitud del modelo el verdadero riesgo proviene de las decisiones humanas, ya que como aconseja el premio nobel de economía Paul Samuelson<sup>xiv</sup> bastaría con revisar la historia para saber que los mismos errores se han dado desde el siglo XII.

El presente enfoque toma de referencia el primer borrador del libro “*The Little Book of Valuation*”, del maestro Aswath Damodaran. Como se ha visto a través del tiempo han existido infinidad de modelos, enfoques y textos que tratan de guiar al inversionista hacia una inversión inteligente y rentable pero la mayoría de estos enfoques resultan bastante complejos aun para los expertos analistas, y mucho más complejo para un profano, requiriendo mucho trabajo el ponerlos en práctica. El siguiente enfoque se dirige a un inversionista promedio aunque muchos podrán pensar que la valoración sea demasiada compleja para que alguien sin los conocimientos especializados pudiese comprenderla o practicarla fácilmente.

Para que una metodología de valoración sea de utilidad debe ser completa y aplicable a firmas de cualquier naturaleza y para asegurar que esta sea óptima, basta con que se logre identificar los impulsores o input claves de valor, o sea entender el ADN del negocio o activo. Si como inversionista se es capaz de identificar los impulsores de valor, está asegurada casi el 90 % de la valoración ya que como menciona Warren Buffet en el prefacio del *Inversor Inteligente*<sup>xv</sup>, para invertir con éxito no es necesario un coeficiente intelectual estratosférico, ni mucho menos conocimiento empresarial extraordinario, ni tampoco la tan famosa información privilegiada lo que realmente hace falta es tener una infraestructura intelectual que permita adoptar decisiones y es aquí donde los impulsores de valor ayudan a determinar con mayor precisión la decisión de valor y como consecuencia de inversión ya que una inversión sensata indica que un inversionista no tiene por qué pagar en exceso respecto al valor razonable que se haya estimado para un activo. Es importante eliminar el paradigma de invertir pensando en que siempre habrá una persona suficientemente ingenua como para comprarnos un activo cuando pretendamos venderlo, ya que pudiese resultar que ese ingenuo podríamos ser nosotros mismos.

### **3. Impulsores claves en la valoración de empresas**

Para poder identificar los impulsores es importante estar al tanto de la fase en que se encuentra la empresa o activo, análogamente como en las etapas de vida de cualquier ser humano, existen impulsores de vital importancia desde la lactancia de una madre en un recién nacido, así como la imagen de los padres para un niño, los amigos, estudio y la diversión para un adolescente, la superación profesional y realización familiar para un adulto y la salud para un anciano, asimismo también existen impulsores de valor de diferente naturaleza dependiendo de la etapa en que se encuentre la firma, empresa naciente, en crecimiento, madura o en descenso.

#### **3.1 Empresa naciente.**

Cuando algo inicia la incertidumbre es más grande, pero también las esperanzas de éxito son muchas, quien se podría haber imaginado que la selección de fútbol de Uruguay, un país de 3.5 millones de habitantes fuera la primera selección en ganar una copa mundial en 1930, aun cuando los orígenes del fútbol provienen de Inglaterra al otro lado del continente americano. Así como también la idea descabellada en 1987, de dos americanos de crear un equipo jamaicano de *bobsleigh*, para participar en una olimpiada de invierno cualquiera pudo haber dicho “es una

locura”, no faltó el que se burló, pero esto los llevó a su primera participación en las olimpiadas de *Calgary* '88, con un accidental inicio pero que los impulsores claves de éxito llevaron a que en el 2001 un país caribeño nada asociado a un deporte de invierno se convirtiera en campeón mundial, ganando la medalla de oro. ¿Dónde estuvo la clave de éxito? La respuesta permitirá explicar el verdadero valor. Para valorar a una firma naciente, no se puede tomar de referencia la historia, ya que no existe, generalmente en los primeros meses los resultados operativos resultan con pérdidas, por lo tanto tomar de referencia esta información no ayuda mucho. La clave en esta etapa está en identificar y lograr medir las oportunidades potenciales para que la firma sobreviva y logre convertirse en negocio rentable. Por lo tanto para decidir invertir en una empresa naciente o realizar una correcta estimación de su valor se debe medir la potencialidad en que la compañía se introduzca en mercados grandes, que los productos o servicios que ofrezcan vislumbren una potencialidad de mercado en periodos extensos y sin ser abrumados.

El lograr medir aquella potencialidad es la clave y esta puede variar de una firma a otra, por lo tanto resulta importante identificar el ADN real de la firma, que se muestra con los siguientes ejemplos: para poder crear el marco de referencia o infraestructura de partida en una empresa es necesario adentrarse en su naturaleza y en quienes son los fundadores, por ejemplo en un restaurante de comida, que nace de capital privado, donde los ahorros familiares o el préstamo a una Institución Financiera constituyen el capital semilla, trae como consecuencia que la incertidumbre y las obligaciones adquiridas denoten que el arranque sea incierto, más cuando no existen experiencia alguna que vislumbren una potencialidad de flujos futuros, pero sin embargo en muchas ocasiones la clave de éxito está en la calidad misma del producto o expresado más claramente en la persona clave del éxito, ¿Qué pasa en el platillo estrella de un restaurante si no lo sazona la cocinera experta? inicia la incomodidad, los clientes dejan de llegar y las cajas registradoras dejan de sonar, entonces aquí surge la pregunta, ¿Cuál es el impulsor clave?, ¿Es el producto? o ¿Es quien prepara el producto? por lo tanto es importante que se preparen escenarios de valoración tomando en cuenta que pasaría si no existiera la persona clave del éxito o la cocinera experta, de igual forma la valoración misma contando con la presencia de la persona clave del éxito, esto permitirá realizar la valoración desde los diversos escenarios probables disminuyendo la posibilidad de fracaso en la estimación de una buena referencia de valoración.

La báscula de medición para cualquier empresa naciente no puede ser la misma, por ejemplo como sucede en el sector de comida rápida específicamente la venta de pollo frito como el caso de la empresa naciente Pollo Granjero Empresa Guatemalteca del grupo Multiinversiones, en los últimos tres años la proliferación de locales que venden pollo frito ha crecido de manera considerable la apertura incluso de varias tiendas en una misma calle, evidencia la lucha por acaparar la preferencia de los consumidores con una estrategia de precios bajos. En la actualidad en Guatemala entre las marcas que venden ese tipo de comida rápida están: Pollo Campero y *Kentucky Fried Chicken*; sin embargo, en el mercado popular la diversidad abunda, y entre las marcas que ofrecen pollo están: Chapincito, Frito Pollo, Rico Pollo, Pollo Ranchero, Pollo Chapín, Pollo Galán, Pollo Express y Pollo Criollo, entre otros establecimientos. Aunque son

varios los nombres y sabores quien ha sobresalido con su rápida expansión es Pollo Pinulito. Su origen en el mercado de Guatemala se remonta al año 2008 y la aceptación ha sido tan positiva que el negocio supera las cien sucursales actualmente, una de las claves del éxito radica en la logística empleada satisfaciendo especialmente aquellas localidades que carecen de un fácil acceso a restaurantes de comida rápida que necesitan los medios económicos para costearse el precio de un menú más completo.

El nacimiento de Pollo Granjero obedece a la amenaza percibida por el grupo Multiinversiones, que entre sus marcas incluye al gigante Pollo Campero. Una forma de contrarrestar la amenaza podría ser a través de las adquisiciones de estas pequeñas empresas, pero que pasa con un inversor como es el caso de Pollo Pinulito que ha logrado establecer cien sucursales y es más si sus estrategias de expansión son ambiciosas a tal punto de cruzar las fronteras e introducirse al mercado salvadoreño el segundo mercado de flujo de ingreso del grupo Multiinversiones, lo menos que puede pensar este inversor es en despojarse de su mina de huevos de oro. Es aquí donde surgen las estrategias guerrilleras de acabar al adversario a como dé lugar, adaptando sus estrategias a la naturaleza de mercado del competidor, buscando aprovechar el *Know How* de las corporaciones es aquí donde debemos identificar el impulsor clave para valorar a una empresa naciente como puede ser Pollo Granjero, la potencialidad de crecimiento para convertirse en empresa rentable es mucho más probable que el caso de un restaurante familiar que depende de una persona clave de éxito. Por lo tanto al adentrarse en el ADN de la firma permite conocer el verdadero origen de la empresa y por consecuencia en la probabilidad de mayor éxito en tener la mejor aproximación de una valoración óptima.

Como hemos analizado el conocer la naturaleza de la firma e identificar los impulsores de valor es importante para establecer el verdadero valor de una empresa, pero debemos estar conscientes que muchas cosas de las que se estiman en la etapa de nacimiento, pueden no ser como se previeron, lo cual implica que debemos considerarlos en los diversos escenarios. Puede resultar que muchas de las expectativas creadas al iniciar un negocio no ir por buen camino, por lo tanto no podemos dejar de considerar lo siguiente: En primer lugar, las expectativas de crecimiento de los ingresos pueden no materializarse y ser mucho más pequeñas de lo esperado. En segundo lugar, la rentabilidad puede ser muchísimo más baja de lo buscado, como consecuencia de costos operativos más bajos de lo pensado en los competidores y el camino para lograr llegar a la estabilidad resultaría duro y rocoso. En tercer lugar, los crecimientos estimados podrían ir en buen camino, pero que pasaría si estos no fuesen acompañados con la disponibilidad de capital que permita la consolidación de la firma, en realidad no serviría de nada. En cuarto lugar, se debe estar consiente que una vez las cosas vayan bien vendrán al asecho los grandes competidores tal como está pasando con Pollo Pinulito y la intervención de la gran firma Multiinversiones, lo cual afecta directamente disminuyendo los márgenes y retornos. Y finalmente debemos estar conscientes de que puede existir una persona clave de éxito o valor como sucedió en el restaurante de comida y la ausencia de está puede poner a prueba la supervivencia de la firma tal como se ha mencionado que en la valoración de una empresa en su etapa de nacimiento, la

historia no resulta ser el arma de batalla, pero si resulta de suma importancia conocer el ADN de la firma y adentrarse en su origen, así mismo lograr identificar su potencialidad de crecimiento. Por el lado negativo se debe estar consciente de que muchas cosas pueden ir en diferente camino a lo previsto pero a pesar de todas estas incertidumbres, cualquier inversionista debe tomar una decisión de invertir o no invertir, por lo tanto para lograr tener una acertada referencia de valor es importante tomar en cuenta los siguientes indicadores claves de valor.

En primer lugar, se debe considerar la potencialidad de que la compañía se introduzca en mercados grandes y que los productos y servicios que ofrece deben tener probabilidad grande de permanecer en el mercado por periodos largos y sin resultar ser absorbidos. En segundo lugar, analizar el tipo de gerencia que administran estas compañías en nacimiento, ya que resulta fácil que se vuelvan indisciplinadas, su enfoque principal y estratégico debe centrarse en lograr un control estricto de gasto y en la mejora constante de los márgenes. En tercer lugar, para medir la supervivencia y crecimiento de la firma es importante evaluar el acceso a capital para financiar los crecimientos, así también calcular el *cash burn ratio*, para tener una estimación de cuánto tiempo se tarda la empresa en gastarse el capital. En cuarto lugar, identificar la dependencia de la persona clave de éxito en la generación de flujos y que tanto existe la identificación y formación de talentos para garantizar la continuidad de éxito a futuro y en último lugar es de suma importancia medir la exclusividad de la firma en su tecnología o si posee patentes y estar conscientes que con el tiempo estas finalizan. Las empresas nacientes presentan los retos de valoración más difíciles ya que como hemos mencionado la carencia de datos históricos, las pérdidas operativas y la alta probabilidad de fracaso nos hacen vislumbrar mucha dificultad en los métodos de valoración, pero a pesar de ello la valoración intrínseca o relativa son aplicables, con algunos ajustes que a menudo son difíciles de definir claramente, pero si somos capaces de identificar los impulsores claves de valor y aplicar los diferentes métodos independientemente de las dificultades que obligan a confrontar las fuentes de incertidumbre, se logran realizar mejores estimaciones. Es importante recordar que debido a la mayor incertidumbre estas empresas pueden venir acompañadas de potenciales oportunidades a futuro.

### 3.2 Empresa en crecimiento.

Muchos analistas clasifican a las empresas en crecimiento o maduras dependiendo en el sector en que se encuentran. En Estados Unidos, por ejemplo, las compañías tecnológicas son tratadas comúnmente como empresas de crecimiento contrariamente las empresas de acero que son tildadas como adultas, lo cual no tiene sentido basta con echar un vistazo al mercado, por ejemplo Intel y Corporación Microsoft, son negocios con ingresos estables y a pesar de estar en el sector tecnológico estas no pueden ser tratadas como empresas en crecimiento, más bien como empresas consolidadas y maduras. Asimismo otros basan el estatus de la empresa con base a sus ganancias a futuro, así como la eficiencia misma de sus ingresos por ejemplo las empresas nacientes pueden anunciar a bombos y platillos incrementos en sus ingresos, pero que son inversamente proporcional a las ganancias contrario a una empresa madura, las cuales poseen

una consolidada eficiencia operativa que se refleja con pequeños incrementos en los ingresos impactando en importantes crecimientos en la rentabilidad. En consecuencia la determinación precisa de una empresa en crecimiento no solo depende del sector en que se encuentra, pero si pueden existir características comunes que no pueden faltar en una etapa de crecimiento las cuales se mencionan a continuación: Los resultados financieros son muy fluctuantes y no solamente varían respecto al año anterior, sino también en periodos cortos, los valores de mercado de estas compañías generalmente son mayores que el valor en libros ya que el mercado sí le incorpora el valor de crecimiento de los activos y finalmente las empresas en crecimiento tienen menos deudas ya que no se pueden endeudar mucho debido a que no poseen flujos de efectivo consolidados como para poder soportar.

Si se realiza una valoración intrínseca el indicador clave de valor es el de establecer un valor razonable a los activos de crecimiento, logrando determinar la escala de incremento en el tiempo, ya que a medida la empresa comienza a tener éxito atraerá la mirada de grandes competidores actuando como depredadores con estrategias guerrilleras, ya que con sus mayores recursos tratará de quitarle el nicho de mercado lo que afecta directamente en el valor y la rentabilidad. La administración de una compañía en crecimiento es más difícil puesto que a medida los activos se incrementan se vuelve más compleja la dirección, se presentan cambios en la estructura de personal y la infraestructura por lo que es importante la capacidad de soportar el crecimiento y crear la logística que permita la sostenibilidad, además en esta etapa se vuelven más susceptibles a los efectos macroeconómicos ya que generalmente los productos y servicios son de nicho y en épocas de recesión muchos de los clientes se limitan a comprar afectando directamente los ingresos. Otro impulsor clave de valor en este tipo de compañías lo constituye las tasas de descuento la clave está en saber determinar y capturar los riesgos en los activos de inversión y como varía la proporción de deuda y capital a través del tiempo. La tasa de descuento para los *cash flow* de activos de crecimiento debe ser más alta que para los activos existentes lo que tiene un impacto directo en la valoración.

A medida pasa el tiempo la empresa va consolidando su crecimiento y los activos de inversión y crecimiento van asentando su participación en proporción en los activos totales y por lo tanto los indicadores o medidas de riesgo cambian ya que éstos comienzan a capturar las ganancias crecientes de la firma, así mismo su capacidad de endeudamiento incrementa lo cual apalanca su consolidación, por lo tanto no se puede medir con la misma herramienta todo el tiempo, es importante estar consciente que es clave la utilización de tasas de descuento más altas en los primeros años y éstas deberán ir disminuyendo a través del tiempo en conjunto con la consolidación de la firma. El valor terminal para determinar la valoración es otro indicador clave y algo muy importante para establecer su valor es la respuesta de las siguientes preguntas: primero ¿Cuándo el crecimiento se convertirá en estable?, esto dirá el periodo o punto de partida de tiempo en que el crecimiento será estable y más allá de ese punto será sostenible, la segunda pregunta a contestar es ¿Qué características tendrá en su momento de estabilidad? es importante capturar, desde el punto de vista de riesgo y retornos, las características. En las empresas en



crecimiento es conocido que los activos existentes generan pequeños *cash flow*, por lo tanto la estimación correcta del valor terminal juega un papel clave en el valor ya que este representa una proporción grande en la valoración final.

Como se ha mencionado, el establecimiento de valor razonable a los activos de crecimiento, la variación de tasas de descuento en periodos de tiempo y el papel del valor terminal juegan un papel trascendental y clave en la valoración, lo cual se logra capturar a través de una valoración intrínseca pero si pretendemos realizar una valoración relativa por medio de múltiplos se vuelve más difícil y complejo ya que difícilmente una generalización de los promedio de la industria o empresas similares logre capturar el futuro potencial de la firma en esta etapa de su ciclo de vida. Los múltiplos generalmente se basan en rentabilidades, ganancias y valor en libros y en una empresa en crecimiento muchas veces en sus inicios su rentabilidad operativa es negativa por lo tanto el utilizar estos parámetros de referencia puede generar un sentido falso de seguridad si se toma de referencia en la valoración. A pesar de las dificultades que puede tener la valoración relativa se debe estar consiente que tanto esta metodología y la valoración intrínseca pueden tener errores de apreciación o de pronóstico en igual medida.

A continuación se detalla un ejemplo para dejar claro los indicadores claves para la valoración de empresa en etapas de crecimiento a través de una valoración intrínseca por el método de *cash flow* descontados. Under Armour, es una compañía de mucho éxito en la línea de ropa de microfibra para atletas, esta fue fundada por Kevin Plank en 1996, en Baltimore y aprovechando el éxito se convirtió en pública en 2006, sus ingresos desde 2004 se ha triplicado pasando de \$205 millones a \$607 en 2007, en los tres últimos años su crecimiento en ingresos ha sido de 44 % al año, en el último año a finales de 2007 sus ingresos ascienden a \$721 millones, a continuación en la tabla 1, se muestran los pronósticos para los próximos 10 años y los principales factores a tomar en cuenta para la valoración.

Tabla1. Cash Flow, costo de capital y valoración de Under Armour. (Valores en millones)

año	Ingresos	Crecimiento de ingresos	Margen antes de Impuesto	Utilidad operativa	Utilidad operativa d/impuesto	Reinversion	FCFF	Costo de capital	Valor terminal	Valor Presente
2007	\$721		12.25%	\$88		\$53				
1	\$973	35.00%	12.46%	\$121	\$73	\$138	-\$65	9.27%		-\$59.60
2	\$1,216	25.00%	12.57%	\$153	\$92	\$133	-\$41	9.27%		-\$34.48
3	\$1,460	20.00%	12.64%	\$185	\$111	\$133	-\$22	9.27%		-\$17.05
4	\$1,679	15.00%	12.67%	\$213	\$128	\$120	\$8	9.27%		\$5.62
5	\$1,846	10.00%	12.69%	\$234	\$141	\$92	\$49	9.27%		\$31.41
6	\$1,994	8.00%	12.71%	\$253	\$152	\$81	\$71	8.87%		\$42.05
7	\$2,114	6.00%	12.71%	\$269	\$161	\$65	\$96	8.62%		\$52.04
8	\$2,209	4.50%	12.72%	\$281	\$169	\$52	\$117	8.34%		\$58.41
9	\$2,275	3.00%	12.72%	\$289	\$174	\$36	\$138	7.98%		\$63.77
10	\$2,343	3.00%	12.72%	\$298	\$179	\$37	\$142	7.28%	\$2,729.50	\$1,242.22
V term.	\$2,396	2.25%	12.72%	\$305	\$183		Valor presente de Cash flow			<b>\$1,384.39</b>

Origen. "The Little Book of Valuation"

Para lograr calcular una valoración, son importantes los supuestos considerados en los indicadores claves de valor lo cual podemos ver en la tabla 1, en primer lugar el crecimiento de los ingresos se espera que siempre sigan positivos pero en menor medida que los últimos años que fue de 44 %, por lo tanto estos empezaran a reducirse con el pasar del tiempo, tomando en cuenta la escala de crecimiento tal como se mencionó anteriormente. En segundo lugar, los márgenes operativos a medida la empresa va creciendo tienden a los valores de crecimiento del sector, por lo tanto año con año se acercan al 12.72 %, la tasa impositiva se asume que es de 40%. En tercer lugar, la reinversión en cada periodo se estima que cada dólar reinvertido en nuevo capital genera \$1.83 adicional en el ingreso, similar a lo que obtiene el sector. En cuarto lugar, el costo de capital decrece en cuanto la firma se va convirtiendo en madura pasando de 9.27 % a un 7.28% en periodo estable, si la firma aprovecha su marca y continua su reinversión se asumirá un 9% de costo de capital en perpetuidad. Para finalizar se calcula el valor terminal de la siguiente manera:

$$\begin{aligned} \text{Ratio de reinversión (luego de 10 años)} &= \text{Ratio estable de crecimiento} / \text{Ratio estable de capital} \\ &= 2.25\% / 9\% = 25\% \end{aligned}$$

$$\text{Valor terminal} = \frac{\text{EBIT}_{11} (1-t) (1- \text{Ratio de reinversion})}{(\text{Costo de capital}_{\text{Estable}} - g_{\text{Estable}})}$$

$$\text{Valor terminal} = \frac{305 (1-0.40) (1-0.25)}{(0.0728-0.0225)} = \$2729.50 \text{ Millones}$$

Obteniendo un valor de la empresa de \$1,384.39 millones, como se ven en tabla 1.

Como pudimos ver en el ejemplo de Under Armour, en este tipo de empresa los márgenes de ingreso varían considerablemente en el tiempo, así mismo los costos fijos en su fase inicial son altos como puede ser en maquinarias o tal como sucede en compañías de infraestructura como las energéticas, telecomunicaciones y cablegráficas, se debe estar muy consciente que es clave en la generación de crecimiento los gastos altos, ya que estos se invierte para generar ingresos futuros como puede ser a tres años, la apuesta es a largo plazo.

Puede decirse que el costo de capital y la beta puede compararse a una empresa madura, pero como vimos en el ejemplo la clave está en que son cambiantes en el tiempo, así mismo el costo de la deuda y el capital propio es alto al inicio pero tiende a la baja a medida el crecimiento y las ganancias se estabilizan y consolidan, por lo tanto esto implica que se debe hacer ajustes a la tasa de descuento, para que esta sea consistente con el crecimiento. A medida la firma se estabiliza va generando más efectivo del que necesita y da la posibilidad del pago de dividendos y así dar lugar a amortización de deudas, aunque no hay que olvidar las ventajas fiscales que da el incremento de la deuda, por lo tanto el costo de capital es de suma importancia en los pronósticos y hay que considerar su variación en los periodos de tiempo.

Como hemos podido observar independientemente del sector en que se encuentre la firma, del método de valoración, el conocer las respuesta a ¿Cuándo? y ¿Qué características tendrá una empresa en su etapa de crecimiento?, es como preguntarle a un adolescente como se ve o que perspectiva tiene en su vida de adulto. La clave está en lograr esa navegación hábil a través de corrientes peligrosas, es lo que le da un valor agregado a la firma el tener una visión integrada apoyada en el gran cuadro<sup>xvi</sup> tal como la tuvo en su gestión de servicio público para Norteamérica Robert Rubín, ayudará a tener bien definido los impulsores claves de valor que permita tener las mejores métricas para una adecuada valoración en este tipo de firmas.

### 3.3 Empresa madura.

Las empresas que presentan tasas de crecimiento bajas y estables son las generalmente consideradas como maduras, pero podemos tener dos problemas con este enfoque. En primer lugar, el crecimiento es un proceso continuo y cualquier punto de corte seleccionado será subjetivo ya que puede haber diferentes tipos de madurez en las empresas, unas pueden serlo más que otras, también se debe saber seleccionar la referencia de crecimiento ya que no todas las métricas crecen por igual, por ejemplo podrían ser los ingresos, las unidades vendidas o la rentabilidad. Otra forma utilizada de medir la ubicación en el ciclo de vida de la empresa es a través de su estado financiero, identificando de donde provienen las ganancias y crecimientos. En una empresa madura éstos generalmente provienen de los activos existentes contrario a las empresas de crecimiento que estos provienen de los activos de inversión.

Hay ciertas características comunes que son repetitivas en las empresas cuando están en su etapa de madurez, como las siguientes: generalmente sus crecimientos en los ingresos se asemejan a los de la economía, los crecimientos en rentabilidad son fruto de la eficiencia operativa y resulta difícil tener crecimientos significativos en los ingresos, los márgenes tienden a la estabilidad y generalmente se aferran a su ventaja competitiva, permitiendo mantener márgenes altos a pesar de sus mínimos crecimientos. Como hemos mencionado las empresas maduras presentan estabilidad y esta les permite tener dinero en efectivo disponible, lo que hace que su capacidad de hacer frente a las deudas aumente, por lo tanto en esta etapa los ratios de deuda tienden al alza, algunas pueden decidir mantener su estructura de deuda pero otras pueden decidir explotar las oportunidades y se arriesgarán hasta el punto de prestar más de lo que pueden manejar cómodamente. Es común en esta etapa que las reinversiones se caigan, por lo tanto es un punto óptimo para la revisión de las políticas de dividendos, ya que los saldos de caja tienden al aumento y es una señal clara en esta etapa del ciclo de vida o casi un estándar, la búsqueda de como devolver efectivo a los tenedores de acciones. Como pudimos ver son varias características que nos pueden ayudar a determinar si efectivamente una empresa se encuentra en su etapa de madurez, algo muy importante y que da mucha ventaja en la valoración de este tipo de empresas es que se tienen a la disponibilidad una gran cantidad de datos históricos y estadísticos de los estados financieros que nos serán de mucha utilidad en la valoración.

Cuando realizamos una valoración intrínseca en las empresas maduras un indicador clave es la estimación de valor de los activos existentes contrario a las empresas en crecimiento que lo eran los activos de inversión. Hay dos factores importantes que ayudarán a estimar el valor de los activos existentes en primer lugar, los ingresos obtenidos son eficientemente administrados desde el punto de vista contable, ya que se hace uso hábil del poder discrecional que ofrecen las reglas contables para manejar los ingresos, esto no quiere decir que sí exista fraude contable o engaño como hizo en su momento Enron reportando ingresos irreales en sus estado de resultados, aquí la clave se base en la administración contable hábil y no conservadora. En segundo lugar y también indicador clave de valor lo constituye la determinación de la eficiencia o ineficiencia de la gestión actual generalmente los gerentes se apoyan en la abundante y larga historia de la empresa para asumir que los resultados seguirán por largos periodos de tiempo tomando una actitud pasiva y de estancamiento dejando de poner atención a las nuevas inversiones o financiamientos alternativos produciendo rendimientos mínimo en los activos existentes contrario a lo que se podría producir con una nueva gestión.

Como vimos en el punto anterior los impulsores claves de valor en estas firmas pueden ser los directores o administradores, por ejemplo es importante la pregunta, ¿Quién está en etapa madura; “la empresa” o quien la administra? para contestar la pregunta basta con recordar el mito de la comoditización, donde se afirma que “En el largo plazo”, “todo se convierte en una “tostadora”, o sea, todas las grandes innovaciones eventualmente se convertirán en un *commodities*, adquiridas sobre la base de su precio y nada más. Más temprano que tarde los programas de Microsoft; los microprocesadores de Intel, las computadoras Dell, y los routers de Cisco, todos se convertirán a la larga en “tostadoras”. A través del tiempo se ha demostrado lo contrario. Si bien es cierto que las tostadoras nunca serán ejemplo de grandes innovaciones, también es cierto que una revisión de sus continuas mejoras revela que no son simples *commodities*, si se considera la definición precisa del término. Más aun, ellas aún pueden hacer mucho dinero y hasta pueden tostar de mejor manera de hecho la evolución técnica de las tostadoras constituye todo un caso de estudio de una innovación rentable, y no necesariamente basada en la rivalidad del precio.

Por lo tanto, terminar siendo un “*comoditie*” no necesariamente constituye el destino forzado para todos los productos o servicios. Es necesario hacer un poco de Historia. Crompton & Co; una firma inglesa, ofrecía una tostadora eléctrica a principios de 1893. Sin embargo, el avance técnico que posibilitó las tostadoras modernas fue la aleación níquel-cromo, en 1905, que se convirtió en el medio dominante para controlar las altas temperaturas involucradas. En 1909 GE, introdujo otra tostadora que tuvo un gran éxito comercial su precio detallista era de tres dólares, pero sólo podía tostar un lado del pan a la vez, debido más que todo a que los tomacorrientes de pared aun eran casi inexistentes, por lo que el cable de la energía se debió diseñar para conectarse a los focos de la iluminación casera. Una década más tarde, en 1919, Charles Strite revolucionó esta tecnología al inventar un dispositivo que permitía expulsar el pan ya tostado inicialmente éstos se vendían sólo en los restaurantes pero ya en 1926 salió al mercado una versión para el

consumidor que prometía según sus proclamas: “¡Un tostado perfecto cada vez; ¡sin voltear el pan; ¡sin quemarlo!”. Las ventas de estos aparatos sólo en USA, crecieron desde 400,000 unidades, en 1922, hasta 1,2 millones, para 1930. En su momento, su éxito también impulsó el horneado y la tecnología para vender rodajas de pan precortadas. Ya para los 40`s aparecieron las primeras tostadoras completamente automáticas.

GE transformó, en 1956, tanto los aparatos domésticos como el diseño del ambiente de la cocina al introducir el primer horno tostador. Estas mismas innovaciones también provocaron cambios en las variedades y apariencia de los alimentos que se cocinaban, permitiendo “customizar” esa tecnología. Por ejemplo, aparecieron las Pop Tarts, de Kellogs, lanzadas exitosamente en 1964. A su vez los nuevos alimentos para el desayuno como los bagels, crearon la necesidad de diseñar tostadoras con ranuras más anchas, introducidas en los 80s. Los nuevos plásticos resistentes al calor condujeron también a nuevos diseños y colores en esos aparatos. En los 90s `se introdujo un chip de bajo costo para regular la temperatura del aparato y mejorar su “inteligencia”. Como vemos en el mito de la comoditización, muchos administradores están sesgados y no permiten la generación de ideas innovadoras que contribuyan al incremento de valor ya que ellos están convertidos en una tostadora, pero como lo ha demostrado la evolución histórica de la tostadora terminar siendo un “*comoditie*”, no necesariamente constituye un destino forzado, por lo tanto este factor constituye un punto importante en la valoración.

Otro punto clave en la valoración de las empresas maduras es conocer mediante que vía la empresa buscará crear activos de crecimiento. Una podría ser a través de crecimiento orgánico invirtiendo en nuevos activos y proyectos que traten de generar rentabilidades superiores, otra vía de crecimiento es por medio de la adquisición de empresas ya establecidas aunque ambas vías son disponibles en cualquier etapa de vida de la firma, las empresas maduras son mucho más propensas a buscar el crecimiento por la vía de las adquisiciones, fruto de que las inversiones internas comienzan a ser escasas al ser las empresas más grandes; igualmente las nuevas inversiones tienen que ser en igual proporción para que impacte en gran medida en el crecimiento general es aquí donde las adquisiciones tienen un efecto inmediato ya que existe una aceleración grande entre la inversión y la rentabilidad.

Al buscar crecimiento por adquisiciones el éxito no está garantizado. Estudios tras estudios han mostrado que cerca de dos tercios de compradores (en adquisiciones corporativas) retroceden y se quedan atrás de sus semejantes corporativos en lo que se refiere a retornos para los accionistas. En muchos casos toma años para los inversionistas en la compañía “ganadora” recuperar el precio que tenía su acción cuando iniciaron. La fusión de Daimler Chrysler es un buen ejemplo de esto el grupo automovilístico germano-estadounidense DaimlerChrysler nació en mayo de 1998 con el anuncio de la fusión más grande de la historia en la industria automovilística entre la alemana Daimler-Benz, propietaria de Mercedes, y la compañía estadounidense Chrysler Corporation, siendo presentada como “Fusión entre Iguales”, por la cual Daimler pagó 26.7 mil millones de euros (36.0 mil millones de dólares) que permitiría operar a las dos compañías de

forma “semiautónoma” y cuyo proceso de integración de ambas compañías tardaría entre 2 a 3 años. Sin embargo, en la práctica se convirtió en una absorción de Chrysler por parte de la compañía alemana, en la cual los ejecutivos de Daimler fueron posicionándose en el nuevo directorio. Los riesgos de la fusión eran inminentes: La unión de dos empresas arraigadas en dos culturas empresariales muy distintas, las inmensas pérdidas que presentaba Chrysler y la salida de Robert Eaton, presidente de Chrysler, casi dos años después del anuncio de la fusión, que llevó al alemán Jürgen Schrempp, presidente de Daimler-Benz, a convertirse en el único presidente del consorcio Daimler-Chrysler, provocó que los grandes problemas estructurales y financieros salieran a flote. Por ello, en noviembre de 2000 es nombrado presidente de Chrysler al alemán Dieter Zetsche, quien cumplió la tarea de recortar 26,000 puestos de trabajo y cerrar 6 fábricas para sanear a esta filial. No obstante, los resultados no fueron los que se esperaban y el arquitecto de la fusión, el alemán Jürgen Schrempp, dejó la presidencia de DaimlerChrysler en julio de 2005, siendo sustituido por Dieter Zetsche.

La fusión intercontinental entre Daimler y Chrysler prometía alcanzar importantes objetivos estratégicos para ambas compañías. Sin embargo, el fracaso de esta fusión fue debido a un choque en las culturas corporativas y nacionales, dado que los gerentes y empleados de Daimler y Chrysler carecían de un proceso de integración que anticipara los grandes obstáculos que les causarían sus respectivas culturas. Nadie anticipó que los agentes de venta de Daimler no venderían los autos de Chrysler, ni que sus ingenieros compartirían el chasis con Chrysler. Los signos del choque cultural se hicieron evidentes desde el inicio. El éxito de Chrysler estaba basado en la cultura del “cowboy” que les permitía a los empleados lograr cosas rápidamente de una forma libre y espontánea. A los managers se les otorgaba la autoridad para tomar decisiones, se sentían cómodos con el riesgo y tenían que operar en un ambiente relativamente plano. No obstante, en el contexto de Daimler, la precisión era un valor compartido a lo largo de la organización, y esos dos valores entraban en conflicto directo. ¿Cómo podría alguien actuar con velocidad cuando esto mismo podría poner en riesgo la precisión? En ese momento, los ejecutivos más experimentados, encerrados en sus planificaciones financieras y estructurales de la fusión, fallaron en definir la necesidad de un plan de integración cultural en términos comerciales, de mercado, de producto y principalmente del elemento humano.

Los empleados de Daimler nunca se entusiasmaron con Chrysler y resultó imposible poner en marcha proyectos para relacionar el desarrollo de productos entre ambas compañías. De ambos lados, todos los intentos enfrentaron resistencias internas. Por supuesto, no se trataba de ausencia de tecnología alemana lo que hundió el acuerdo Daimler-Chrysler, sino más bien el conflicto cultural con el cual tuvieron que lidiar. Finalmente, en mayo de 2007 el fabricante automovilístico DaimlerChrysler vendió el 80.1 por ciento de Chrysler a la compañía de capital de riesgo privado Cerberus Capital Management por 5.5 mil millones de euros (7.4 mil millones de dólares), con lo que puso fin a una costosa fusión germano-estadounidense de tan sólo nueve años de vida.

Como vimos en el ejemplo de Daimler-Chrysler resulta clave el estar consciente que el éxito de la mayor parte de las adquisiciones no depende solamente del dinero y de los flujos proyectados sino de las personas, por lo tanto resulta clave un *due diligence* humano que permita analizar los problemas potenciales relacionado con la gente antes de decidir la inversión, logrando crear un marco estratégico que defina la clase de organización que se quiere, la metodología de articulación de las culturas, la identificación de los talentos o personas claves a retener de la firma adquirida y muy importante definir quién es el adquiriente cultural que en muchas ocasiones difiere del adquirente financiero como fue el caso de Pixar Animation Studios por parte de Disney, cuyo objetivo de integración era proteger el talento de Pixar para que comenzara a inyectar esa nueva cultura a la organización de Disney.

En las empresas maduras la estimación de las tasas de descuento es más defendible, puesto que se dispone de más información para los cálculos así mismo los perfiles de riesgo son mejor administrados. Pero siempre hay factores que se deben analizar previamente para garantizar una eficiente estimación, por ejemplo debemos revisar la variedad de deuda que tiene la empresa ya que puede existir una mezcla de tasas fijas y variables, en múltiples monedas y con diferente fecha de vencimiento siendo factores que pueden dificultar el cálculo, así mismo es importante estar consciente que el cálculo inicial de la tasa de descuento toma en cuenta la estructura de deuda actual por lo que si hay modificaciones en la estructura de la deuda se debe recalculiar y por último si la empresa decide el crecimiento por la vía de la adquisición y la empresa adquirida tiene diferente perfil de riesgo esto puede alterar los cálculos.

Con el cálculo del valor terminal podría pensarse, que si la tasa de crecimiento se inclina a la de la economía, su estimación es mucho más fácil, ciertamente lo es, ya que se dispone de abundante información histórica, pero nos podríamos encontrar con dos factores que pueden distorsionar sus cálculos. En primer lugar, si las tasas de crecimiento estables no vienen acompañadas de perfiles de riesgo y reinversión estable, pueden alterar la valoración. En segundo lugar, las tasas que se calculan de los datos históricos reflejan las decisiones tomadas en el pasado y si la empresa no ha sido gestionada de la mejor manera los flujos de efectivo serán menores y la tasa de descuento mayor, contrario a lo que pasaría si esta fueran administradas eficientemente, en consecuencia si las estimaciones del valor terminal y la gestión de la empresa no es eficiente se está afectando directamente en la valoración ya que se estaría suponiendo que el modelo seguirá de forma perpetua.

Otra metodología de valoración aplicable a las empresas maduras es la valoración relativa, en este tipo de empresa se dispone de inmensa y valiosa información, aun mas cuando se disponen de ingresos positivos, ganancias y valor en libros significativos lo que contribuye a una riqueza de información para este tipo de valoración. El problema radica en que tenemos inmensidad de múltiplos para tomar de referencia y que cada uno de estos puede darnos un diferente valor, dicho de otra manera, la valoración se vuelve un proceso subjetivo y la clave se centra en saber escoger. Hay que estar consciente que pueden existir varios factores que impacten en la

valoración drásticamente, el valor de los múltiplos calculados, por ejemplo, si la gestión de crecimiento de la empresa se realizara por una adquisición, el ruido de esto puede afectar en los cálculos, así mismo se debe estar consciente que estas empresas son capaces de hacer grandes cambios en sus ratios de deuda en cuestión de horas, ya sea cambio de deuda por acción, afectando de forma directa los cálculos.

Como vemos tanto la valoración relativa como la valoración intrínseca presentan inconvenientes pero hay dos factores claves que debemos saber manejar para dar una correcta estimación. En primer lugar, la mejor manera de crear valor a la firmas maduras es a través de un crecimiento inorgánico por medio de adquisiciones y el otro indicador clave de valor es saber evaluar el impacto de la gestión de cambio, identificando claramente como la ineficiencia operativa y financiera que se ha manejado por largos periodos bajo la gestión actual ha afectado el valor. Finalmente se puede afirmar que hay dos maneras de como los inversionistas pueden sacar provecho de las empresas maduras. La primera es buscando aquellas empresas que siguen ofreciendo un alto rendimiento y sólidas ganancias pero que no presentan alteraciones ante el sabor y estímulo que puede ofrecer el mercado, denotando aburrimiento pero que a la vez puede existir potencial. La segunda es una estrategia de oferta hostil buscando empresas maduras generalmente mal gestionadas que son percibidas como tal por el mercado y donde existiera posibilidad alta de cambio de gestión y que se pueda generar un valor incremental potencial basados en un *due diligence* que muestre indicadores positivos con anticipación.

### 3.4 Empresa en descenso.

La última fase del ciclo de vida de una empresa es la de descenso donde ninguna empresa quiere llegar, en esta etapa los activos existentes representan la totalidad del valor y en algunos casos estos poseen mayor valor cuando son liquidados. Una señal que presentan las empresas en esta fase es cuando inicia la imposibilidad durante periodos prolongados de aumento en los ingresos, volviéndose crítico si coincide con el sector ya que elimina la posibilidad que la debilitación de los ingresos se deba a una mala gestión, caso contrario cuando tiene posibilidad de arreglo por medio de la incorporación de un nuevo equipo directivo. Otra señal es la disminución de márgenes llegando a ser negativos, así mismo el incumplimiento a las obligaciones de deuda a corto plazo son críticos, viéndose en la necesidad de venta de activos donde los problemas de refinanciamiento son graves ya que las entidades financieras exigen términos más estrictos.

Podemos mencionar el caso de la histórica y distinguida empresa Sears que ha visto desvanecer su fortuna en los últimos diez años debido al abandono de sus clientes trasladándose a los minoristas de calidad en un extremo y a los minoristas de descuento como Wal-Mart en el otro extremo. A continuación se detallan indicadores que dan señal del estado de salud de la firma, en el año fiscal que termino en febrero de 2008, Sears reporto ingresos de \$50.7 mil millones, lo cual solo fue un 3.2 % más alto a los ingresos de 2006, también reporto ingresos operativos de \$1,540 millones, lo cual fue alrededor del 17.7% menos que los ingresos de 2006. Durante el año fiscal de 2008, Sears disminuyo el número de tiendas que operaban y realizo recompras por casi



\$2.9 mil millones y finalmente Sears genero un retorno sobre el capital de 4.9 % en sus operaciones *retail* en el año, lo cual está muy debajo de su costo de capital de 7.50%, todos los anteriores indicadores son clara señal de una empresa con características de deterioro o descenso.

La valoración intrínseca en este tipo de empresas presenta problemas prácticos que dificultan la valoración, por ejemplo los activos generalmente generan menos que el costo de capital lo cual trae como consecuencia lógica la venta de estos, por lo que desde la perspectiva de la valoración la desinversión de activos crea discontinuidad en los datos históricos con lo cual la realización de cálculos de pronósticos de los ingresos, márgenes y reinversión se vuelve más complejo, del mismo modo los parámetros de riesgo como la beta pueden verse sesgados. Asimismo las tasas de descuento se ven grandemente afectadas en este tipo de empresas, ya que existen grandes distribuciones de dividendos y recompra de acciones lo cual se traduce en efectos negativos, ya que al darse reintegros grandes de efectivo a los accionistas trae como consecuencia malas señales que reducen el valor de mercado y destruyen valor, esto generalmente viene acompañado con incumplimientos en los pago de la deuda lo que incrementa su riesgo y a la vez presenta reducciones en las calificaciones de riesgo lo cual incrementar el costo de deuda y capital.

En el caso de la valoración relativa, se encuentra con los mismos problemas de estimación que la valoración intrínseca, por ejemplo los valores de referencia y comparables tanto de ingresos como de valor en libros dejan de ser de utilidad rápidamente, en primer lugar porque la mayoría de las veces los resultados son negativos y en segundo lugar porque las frecuentes pérdidas conducen a un valor contable del patrimonio hacia la baja. Es importante tomar en cuenta que al seleccionar empresas de referencia se debe identificar si se está valorando una empresa en descenso donde el resto de empresas del sector están saludables o si por el contrario el sector también está en descenso. Está claro que cualquier problema que se enfrente en la valoración intrínseca así mismo también se sesga la valoración relativa.

Independientemente del modelo de valoración empleado en las empresas en descenso la clave está en la respuestas de las siguientes dos preguntas: ¿Es la caída de las operaciones de la empresa reversible o permanente? y ¿Es la angustia de la empresa significativa y coincide con el sector? En la primera pregunta para evaluar la reversibilidad es importante analizar la historia de la empresa y el estado de otras empresas del sector, ya que una empresa que ha pasado por ciclos de buenos y malos resultados como suele ser el caso de empresas cíclicas y de materias primas, lo más probable es que sea capaz de volver a estados saludables contrario a empresas que no poseen este tipo de ciclos. Asimismo se puede argumentar que una empresa al estar en un sector con buena salud, al presentar problemas generalmente son atribuibles a la mala gestión, lo cual con una buena administración la empresa puede ser capaz de recuperarse, por el contrario empresas que tienen mal desempeño y así mismo el sector y no existen obvias razones macroeconómicas de los problemas, tienen graves inconvenientes que difícilmente serán remediados por cambio de gestión. En la segunda pregunta para evaluar la angustia, el punto clave es revisar el nivel de deuda que la empresa ha acumulado en el tiempo, si las obligaciones

de deuda son significativas y existen fuertes señales de incumplimiento es de esperar que dé como resultado el cese de operaciones, liquidación de activos y en calificaciones crediticias bajas, por el contrario las empresas que no enfrentan obligaciones de deuda fijas aun presentando ingresos pobres tienen probabilidad de sobrevivir. La clave en el proceso de valoración está en saber identificar el grado de reversibilidad y angustia de la firma, a continuación se describirán cuatro combinaciones posibles de valoración dependiendo del grado de reversibilidad y angustia.

#### 3.4.1 Empresa en descenso reversible y angustia baja

En este caso los problemas son posibles de corregir, como primer punto se realiza la valoración en su continua caída de operaciones o en otras palabras en su *status quo*, posteriormente se realiza una nueva valoración de la firma asumiendo una mejora de la gestión lo cual debería traducirse en un valor mucho mejor, luego se debe estimar la probabilidad de gestión de cambio y calcular el valor esperado según la siguiente fórmula.

Valor esperado = Valor status quo (1- Probab. de gestión de cambio) + valor óptimo (probabilidad de gestión de cambio)

Un ejemplo histórico del mundo empresarial en este tipo de empresas que volvió a crecer luego de su estado de madurez fue Harley Davidson, este fabricante de motocicletas clásicas registro ventas de 32,400 motocicletas de deslizamiento en 1982 y luego reporto pérdidas de \$30 millones en ese año, debido a lo cual muchos estaban afirmando su final, lo que revirtió un nuevo equipo directivo que diseñó una estrategia basada en clientes leales tomando en cuenta el icono de su marca lo que se tradujo en rentabilidad y salud financiera.

#### 3.4.2 Empresa en descenso irreversible y angustia baja.

En este caso los malos resultados no pueden atribuirse a la mala gestión y no se puede volver a valorar con mejoras operativas, sin embargo los activos pueden tener un mejor uso en otras empresas. Dado que la empresa no tiene ninguna urgencia o presión por vender activos para cumplir sus obligaciones fijas, se deben liquidar los activos de manera ordenada esperando el mejor postor para cada activo, por lo tanto los ingresos ordenados darán otra alternativa de valor para la empresa.

#### 3.4.3 Empresa en descenso reversible y angustia alta.

En este caso se debe tomar dos cursos de acción, primero calcular la probabilidad de angustia en los flujos de caja, tasa de descuento y derivar de esto los indicadores de ajuste, luego se debe calcular el valor esperado tal como en el caso de empresa en descenso irreversible y angustia baja y calcular la probabilidad de angustia por separado y finalmente estimar los ingresos que se esperan recibir en una venta de angustia.

### 3.4.4 Empresa en descenso irreversible y angustia alta.

En este caso existe una combinación tóxica de valor, el grupo de compradores es mínimo o en muchos casos no existen, así mismo los inversores de capital tienen poco que ganar con la liquidación de activos, por lo tanto la valoración en este caso va en función al pobre valor de los activos. En resumen las características de una empresa en descenso lo constituyen las grandes obligaciones de deuda, la clave en la valoración de este tipo de firmas está, en conocer si el descenso es con angustia o sin angustia, o en otras palabras si es capaz de cumplir con sus obligaciones de corto plazo, ya que esto determinará la potencialidad de supervivencia de la firma a las operaciones de deterioro. Una información de relevancia es conocer si el deterioro de la firma es reversible o irreversible, con lo cual podemos aproximar de la mejor manera el verdadero valor.

### 3.5 Ejemplo de impulsores de valor en una firma

Para identificar los impulsores de valor, retomaremos a la empresa de hot dogs El Chory, a través de los años se le ha cuestionado el hecho de no buscar el crecimiento a grandes escala por medio de su incursión en otros mercados como puede ser la venta en centros comerciales y la creación de locales con personal de servicio. Pero su éxito e impulsor de valor radica más bien en lo sencillo de su modelo de negocio, ya que cuenta con un formato de venta definido el cual consiste en la ubicación en lugares estratégicos que lo han llevado al éxito. Por lo que su verdadero impulsor de valor radica en un modelo de venta sencillo.

En toda valoración es clave como primer punto identificar en qué etapa del ciclo de vida se encuentra la empresa, también conocer los impulsores claves de valor permitirá realizar una excelente aproximación de la referencia de valor de una firma o activo, que traerá como consecuencia el tener mejores resultados en las decisiones de inversión. Es importante tener conciencia que toda decisión de inversión involucra el manejo de recursos tanto económicos como humanos, por lo tanto si se logra crear un marco estratégico que permitan estimar con mayor precisión todas las variables que intervienen en la valoración de un activo se disminuirá el margen de error en la estimación de valor de una empresa, es de vital importancia un *due diligence* financiero y humano para prever los posibles escenarios antes de tomar la decisión, evitando de esa manera los sesgos a los cuales puede ser vulnerable cualquier inversionista.

En la medida que se prevean todas las variables importantes no hay razón porque un inversionista promedio no pueda realizar sus propias estimaciones que le permitan rentabilizar de la mejor manera las decisiones de creación de valor, se debe recordar que aún en los modelos de valoración más complejos el valor de una acción es determinado por uno o dos impulsores claves, de tal forma que si logra identificarlos y medirlos apropiadamente prácticamente ya se estaría contando con el 90% de la valoración. Más aún, si se logra diseñar en su alrededor las más compatibles estrategias de inversión que los refuercen aun cuando se haya elegido realizar una valoración relativamente sencilla.

## CONCLUSIONES

La necesidad de valoración se da en cualquier etapa de nuestra vida. En las finanzas este tema se vuelve crítico, ya que se experimentan pérdidas o ganancias en grandes proporciones, actualmente se cuenta con diferente información, lo cual facilita la aplicación de cualquiera de los modelos disponibles desde los más sencillos hasta los más complejos. Por lo tanto el tener una infraestructura intelectual que permita adoptar decisiones más acertadas se vuelve de mucho valor, cuando nos interrogamos sobre si conviene invertir en un determinado título emitido por alguna firma se puede optar para que la decisión se base en las recomendaciones o decisiones de terceros que podemos asumir estén más informados; o por el contrario, intentar decidir con base en nuestras propias evaluaciones. La mayoría de inversionistas probablemente elijan hacer lo primero y no lo segundo, para ello ofrecen algunas de las siguientes justificaciones: que los modelos de valoración son demasiado complejos, hay muy poca información o existe demasiada incertidumbre sobre el futuro. Pero aunque algo de lo anterior pueda parecer razonable, no existen suficientes motivos para que no podamos emprender nuestras propias valoraciones.

Se debe formular pronósticos sobre el futuro incierto, es importante tomar la iniciativa de realizar estimaciones propias, pues en la medida que exista conciencia de cuales son los indicadores claves de valor y como varían según la posición en el ciclo de vida de la empresa, fortalecerán realizar mejores estimaciones. Recordemos que el éxito de una inversión no surge de estar siempre en lo correcto, sino en emprender nuestras propias estimaciones logrando crear un marco lógico que disminuya la probabilidad de equivocación.

El éxito en la valoración no es la aplicación de aquellos modelos que utilizan la mayor cantidad de variables o que traten de asombrar con complejas ecuaciones a los auditorios, la clave está en establecer el marco de referencia, que permita alimentar los modelos con información de un eficiente *due diligence* que logre cuantificar donde se concentran todos los actores en la firma para aproximar con mejor precisión su valor

Los impulsores de valor de una firma varían según el ciclo de vida de la empresa, como podemos ver desde su etapa de nacimiento se vuelve importante el saber identificar y medir la potencialidad de sobrevivencia de la firma y la probabilidad de que esta se vuelva rentable. En su etapa de crecimiento se vuelve determinante conocer el valor razonable de los activos de crecimiento, la identificación de la variación en el tiempo de la tasa de descuento y el papel crucial del valor terminal. En la etapa de madurez es clave la estimación y la potencialidad de crecimiento inorgánico por medio de adquisiciones o el crecimiento por la vía de gestión de cambio. Finalmente en la etapa de descenso resulta clave el responder las siguientes preguntas ¿Es la caída de las operaciones de la empresa reversible o permanente? y ¿Es la angustia de la empresa significativa y coincide con el sector? Con lo cual se pretende identificar el tipo de descenso que la firma está experimentado.

## REFERENCIAS

### Bibliografía

#### 1. Libros

**“The Little Book of Valuation”**

Damodaran, Aswath. Primer borrador. Stern School of Business, octubre 2010.

**“El Inversor Inteligente”**

Graham, Benjamín: traductor Idoia Bengoechea. Primera Edición, Deusto. España, 2007

**“Análisis Técnicos de los Mercados Financiero”**

John J. Murphy, edición 2000

**“Valoración Medición y Gestión de Valor”**

Copeland, Tom; Koller, Tim & Murrin, Jack. Ediciones Deusto. España, 2004.

#### 2. Artículos

**“Into the Abyss: What if nothing is risk free?”**

Damodaran, Aswath., Julio 2010

**“Valoración de empresas: Enfoques Convencionales y nuevas tendencias”**

Amat, Oriol. Harvard Deusto Business Review. España, Julio 2011.

**“Métodos de Valoración de Empresas”**

Fernandez, Pablo. Documento de investigación DI-771, Universidad de Navarra. España 2008.

**“The Myth of Commoditization”**

Schrage, Michael. MIT / Sloan Management Review. Vol 40, No2. 2007

**“Robert Rubin: An Insider’s Guide to the Man and his Message”**

Aninat, Eduardo. International Finance, Blackwell Publishing, 2005.

**“Portfolios Theories and the Management of Customized Domestic Equity Fund:  
Pedagogy”**

Rhee, Thomas. Journal of Business and Management. Vol. 12, No1, California State University, Long Beach, 2006.

**“Quantification, Rationality, and Management Decisions”**

Mankelwicz, John; Kitahara, Robert. Journal of Business & Economics Research, Mayo 2010.

**“Country Risk and Company Exposure: Theory and Practice”**

Damodaran, Aswath. Journal of Applied Finance, 2003.

**“Black Swan or Black Turkey? The State of Economic Knowledge and the Crash of 2007-2009”**

Siegel, Laurence. Research Foundation of CFA Institute, Julio/Agosto 2010.

**“Acuerdos Sin Falsas Ilusiones”**

Dan Lovallo, Patrick Viguerie, Robert Uhlener y John Horn.  
Harvard Business Review, Diciembre 2007.

**“El Due Diligence Humano”**

David Harding y Ted Rouse  
Harvard Business Review, Diciembre 2007.

## Notas

<sup>i</sup> Aswath Damodaran es un profesor de finanzas de la Stern School of Business en la Universidad de Nueva York, donde da clases de finanzas corporativas y valoración. Él es mejor conocido como autor de varios textos académicos de valoración, finanzas corporativas y gestión de inversiones ampliamente utilizados.

<sup>ii</sup> Oriol Amat, véase valoración de empresas: enfoques convencionales y nuevas tendencias, Harvard Deusto Business Review, Julio 2011 pagina 18.

<sup>iii</sup> La Masía (en catalán La Masia) es la academia de las categorías inferiores del FC Barcelona. Creada en 1979 con un fin básicamente asistencial, como residencia de los jugadores de la cantera que no vivían en las inmediaciones de Barcelona, evolucionó hacia centro de formación de las categorías inferiores del club. Estuvo ubicada entre 1979 y 2011 en la denominada Masía de Can Planas, en las inmediaciones del Camp Nou. Desde 2011, el centro de formación, denominado oficialmente, La Masia-Centre de Formació Oriol Tort, se encuentra en la ciudad deportiva Joan Gamper, en San Juan Despí. La Masía es un símbolo de la cantera del club azulgrana y se la considera una fábrica de jugadores.

<sup>iv</sup> Oriol, Amat, catedrático de economía financiera y contabilidad de la universidad Pompeu Fabra (julio 2011).

<sup>v</sup> Due Diligence: Este proceso involucra una revisión legal, financiera y estratégica de todos los documentos del vendedor (compañía objetivo), su historial de operaciones, relaciones contractuales y estructura organizacional. El equipo encargado de este proceso, por parte de la compañía adquiriente (comprador) debe estar preparado para hacer todas las preguntas correctas y conducir un análisis detallado de todos los documentos que el vendedor ha proporcionado.

La due diligence usualmente es dividida en dos partes: Primero, la financiera y estratégica, que es conducida por un equipo de gerencia y de contadores, quienes se centran en temas estratégicos y financieros alrededor de la transacción, incluyendo: confirmación del historial de desempeño del vendedor, integración de recursos humanos y financieros de las dos compañías, confirmación de las sinergias operativas, de producción y de distribución y las economías de escala a ser alcanzadas por la adquisición, y la recolección de información necesaria para el financiamiento de la transacción. Segundo, la legal, que es conducida por un equipo de abogados, la cual se enfoca en potenciales temas legales y problemas que podrían impedir la transacción y en la determinación de cómo los documentos podrían ser estructurados.

El proceso de due diligence, cuando es hecho apropiadamente, puede ser tedioso, frustrante, costoso y altamente demandante de tiempo. Sin embargo, es un prerequisite necesario para una adquisición bien planeada y puede ser bastante informativo y revelador, al analizar la compañía objetivo y en medir los costos y riesgos asociados con la transacción. Recuerde que el objetivo clave de la due diligence no es sólo confirmar que el contrato hace sentido, sino también determinar si la transacción debería proceder o no.

La efectiva due diligence es tanto un arte como una ciencia. El arte se encuentra en tener el estilo y la experiencia de conocer qué preguntas hacer, cómo y cuándo hacerlas y la habilidad de crear una atmósfera tanto de confianza como de temor en el vendedor, de esa manera alentar una detallada y completa divulgación. La ciencia está en analizar los documentos y datos provistos por el vendedor y cuantitativamente evaluar los riesgos descubiertos al detectar obligaciones del vendedor, especialmente aquellas que se esperarían asumir después del cierre e identificar cualquier incumplimiento de tales obligaciones que afectarán post-cierre de la transacción.

<sup>vi</sup> Sesgos en el proceso de fusiones y adquisiciones: due diligence preliminar, fase de propuesta (maldición del ganador) y su fase final. Acuerdos sin falsas ilusiones por Dan Lovallo, Patrick Viguerie, Robert Uhlener y John Horn. Harvard Business Review, Diciembre 2007 pagina 95.

<sup>vii</sup> Segundo las NIC - Normas Internacionales de Contabilidad, el valor razonable es el importe por el cual puede ser intercambiado un activo o cancelado un pasivo, entre partes interesadas y debidamente informadas, que realizan una transacción en condiciones de independencia mutua.

<sup>viii</sup> En 1906, Luther Lee Blake fundó el Standard Statistics Bureau, con el fin de proporcionar información financiera sobre las empresas ferroviarias.

<sup>ix</sup> Harry Max Markowitz; (Chicago, 1927) Economista estadounidense especializado en el análisis de inversiones. Recibió el Premio Nobel de Economía en 1990 junto a Merton Miller y William Sharpe por sus aportaciones al análisis de carteras de inversión y a los métodos de financiación corporativa.

<sup>x</sup> El modelo de valoración del precio de los activos financieros o Capital Asset Pricing Model (conocido como modelo CAPM) es una de las herramientas más utilizadas en el área financiera para determinar la tasa de retorno requerida para un cierto activo. En la concepción de este modelo trabajaron en forma simultánea, pero separadamente, tres economistas principales: William Sharpe, John Lintner y Jan Mossin, cuyas investigaciones fueron publicadas en diferentes revistas especializadas entre 1964 y 1966. La inquietud que los atrajo por este tema fue el desarrollo de modelos explicativos y predictivos para el comportamiento de los activos financieros. Todos habían sido influenciados por la Teoría del Portafolio de Harry Markowitz, publicada en 1952 y reformulada en 1959. En ella, Markowitz plantea las ventajas de diversificar inversiones para de esta manera reducir el riesgo.

<sup>xi</sup> Método socrático de enseñanza basado en el diálogo entre maestro y discípulo con la intención de llegar al conocimiento de la esencia o rasgos universales de las cosas.

<sup>xii</sup> Mickey Charles Mantle (Spavinaw, Oklahoma, 20 de octubre de 1931 – Dallas, Texas, 13 de agosto de 1995) fue un beisbolista, bateador ambidiestro de gran poder y uno de los más populares jugadores de la historia de las grandes ligas. Jugó toda su carrera profesional para los New York Yankees.



<sup>xiii</sup> eBay es un sitio destinado a la subasta de productos a través de Internet. Es uno de los pioneros en este tipo de transacciones, habiendo sido fundado en el año 1995. eBay fue fundada en 1995 por Pierre Omidyar en San José, California; el primer artículo vendido fue un puntero láser inservible, por un precio de 14,83 dólares. Asombrado, Omidyar contactó con el ganador de la subasta con el fin de averiguar si, realmente, éste entendía lo que había comprado. La respuesta fue más asombrosa aún: «Me gusta coleccionar punteros láser inservibles».

<sup>xiv</sup> (Paul Anthony Samuelson; Gary, 1915) Economista estadounidense que destacó por sus contribuciones a los modelos cuantitativos y de optimización en economía. En 1970 recibió el premio Nobel por su desarrollo de la teoría económica estática y dinámica, además de por su aportación al análisis económico. Samuelson inició sus estudios superiores en la Universidad de Chicago, donde se licenció en 1935. Después ingresó en la Universidad de Harvard, para alcanzar el grado de doctor en 1941. Fue en esta Institución académica donde despuntó en la aplicación de herramientas matemáticas a la economía y en la que recibió las enseñanzas de dos de los más importantes economistas de la época, Wassily Leontief y Joseph Schumpeter.

<sup>xv</sup> El inversor Inteligente, Edición Deusto 2007, Prefacio a la cuarta edición, por Warren E. Buffett.

<sup>xvi</sup> El Gran Cuadro, visión estratégica, realizando una racionalización de los problemas. Aniat, Eduardo 2005. El Sr. Eduardo Aninat fue subdirector gerente del fondo monetario internacional desde diciembre de 1999 hasta junio de 2003. Nació en Chile en 1948, obtuvo una maestría y un doctorado en economía en la Universidad de Harvard. Se ha desempeñado como profesor de finanzas públicas y desarrollo económico en la Pontificia Universidad Católica de Chile y como profesor asistente de economía en la Universidad de Boston. Ha sido ministro de hacienda de Chile desde marzo de 1994 hasta diciembre de 1999. En 1995-96 presidió la junta de gobernadores del FMI y el banco mundial, y fue miembro del comité para el desarrollo en representación de Argentina, Bolivia, Chile, Paraguay, Perú y Uruguay durante tres años, participando en debates sobre iniciativas que abarcan desde las políticas internacionales para los países pobres muy endeudados hasta las propuestas de reforma de la arquitectura financiera internacional.