

VALOR ECONOMICO DEL NEGOCIO

Sin pretender agotar el tema se desarrollan a continuación algunos conceptos básicos, a fin de introducir a los alumnos a esta problemática e ilustrarlo con ejemplos sencillos, a manera de complemento del material que ofrece la bibliografía específica (A. Rappaport, A. Marcel, etc).- En particular se enfatiza la consideración de los **RIESGOS extraordinarios**.-

CONCEPTO Y APLICACIONES:

El valor de un negocio se determina fehacientemente en el mercado, al nivel en que coinciden oferta y demanda, como en toda transacción comercial.- Esto implica que el concepto de valor tiene al menos dos interpretaciones equivalentes, es decir del lado del comprador y del lado del vendedor.-

Para el vendedor (persona física o jurídica) es el **valor actual de una contraprestación** (dineraria o en especie) por la transferencia de propiedad, total o parcial, del patrimonio (bienes o derechos).- Para el comprador es básicamente el **valor actual del futuro flujo de fondos** generado por el negocio en cuestión.-

Los conceptos y técnicas existentes sobre el particular son de aplicación concreta, al menos, en casos de:

- 1- Cuantificar **ofertas para compras** de empresas (paquetes accionarios o su patrimonio, totales o parciales) o unidades de negocios.- Existen miles de transacciones anuales en el mundo de transferencias de propiedades de empresas. En nuestro país los casos no son muy significativos, atento a nuestro grado de desarrollo económico y la apatía de los inversores ante el marco de incertidumbre actual.- Se han destacado en la década de los 90 las privatizaciones de empresas del estado: Aerolíneas, Aeropuertos, Somisa, Segba, Canales de TV, Gas del Estado, Entel, Correos, Transporte y producción de energía eléctrica, etc.etc.-
- 2- Analizar ofertas para la venta de empresas o U.N.- En este caso solo cambiamos el rol, siendo los propietarios que reciben ofertas.-
- 3- Valuar empresas para otros fines, como ser la determinación del valor para compra de acciones en el mercado, compra de empresas en quiebra, etc.-
- 4- Analizar proyectos de inversión o planes de negocios y los negocios futuros de una compañía.-
- 5- Determinar primas de emisión de acciones.-

Obviamente ese valor debe ser determinado sobre la base de **proyecciones del negocio**, no siendo de utilidad la información procedente de la contabilidad formal del propietario (en los casos en que existan registros y estados contables separados para el negocio a transferir).- Es decir que el patrimonio contable no tiene ninguna relación con el valor económico de mercado, menos aún cuando puede ser manipulado.- Esto es así porque la visión de la valuación es a futuro mientras que la contabilidad refleja acontecimientos históricos y porque, además, la valuación contable se basa en normas profesionales que carecen de validez a estos fines.- Por otra parte la contabilidad no refleja el valor tiempo del dinero, ni los costos de oportunidad ni los riesgos que son un elemento decisivo en este proceso.-

COMPONENTES DEL VALOR ECONOMICO DE UN NEGOCIO

COMPONENTES UNIVERSALES

Por lo general se mencionan tres componentes principales del valor del negocio, a saber:

a) **Valor presente neto del futuro flujo de fondos.-**

En esencia, el flujo se calcula mediante las proyecciones, en el período del pronóstico, de los **parámetros básicos que impulsan los negocios**: crecimiento de las ventas (volúmenes y precios relativos), costos variables y fijos, tasas de impuestos, necesidad de fondos para capital de trabajo e inversiones en activos fijos y costo del capital.-

Las proyecciones de los negocios normales deben incluir los **riesgos ordinarios** del negocio concreto (comercio, industria, etc), como ser los derivados de la estrategia comercial, financiera, industrial, de RRHH, de aprovisionamiento, y otras estrategias en curso o definidas a futuro.-

Se deben considerar asimismo los riesgos (con sus consecuencias en los ingresos y egresos) inherentes a todas las fuerzas competitivas (mercados de venta y aprovisionamiento actual y futuro, competencia actual y futura, evolución del producto y sus sustitutos, etc), los riesgos de obsolescencia de equipos, procesos, diseños, etc.-

En la mayor parte de los casos resulta práctico y no distorsionante efectuar los cálculos con el **criterio de lo devengado**, no aplicando estrictamente el criterio de caja.- Se requiere partir de los resultados proyectados, **sin incluir partidas que no impliquen egresos de fondos** (depreciaciones, amortizaciones).-

El **plazo a considerar** depende de la tasa de descuento, dado que el VPN se torna rápidamente insignificante cuando la tasa es alta.- Por lo general el período no supera los 15 años, aún en economías estables, aunque la estabilidad del marco económico e institucional posibilita una adecuada proyección de negocios.-

Adicionalmente vale asumir que en plazos más largos la tasa de **rentabilidad se equipará con la tasa de costo del capital**, es decir que en adelante el VPN será cero, por la atracción de nuevos competidores a una actividad lucrativa.-

En las proyecciones financieras de deben incluir los egresos de fondos destinados a **ampliación o renovación de equipamiento y activos intangibles**, en los períodos en que se planea efectuar tales erogaciones.- Las erogaciones se requieren a fin de poder cumplimentar los objetivos vinculados a estas inversiones, dentro del período de evaluación o con implicancias en el valor residual del negocio.- Por último se deben contemplar los fondos que se destinarán a futuro para **incrementar el capital de trabajo** (eventualmente fondos que se liberan, según las políticas de créditos, stock y endeudamiento comercial) asociado a los volúmenes de compras, producción, ventas y financiación.-

b) Valor presente neto del valor residual del negocio al fin del período proyectado

En principio está constituido por el valor de **venta de la empresa en marcha o de sus activos** separadamente (principalmente los bienes de uso y algunos intangibles con valor de mercado). La magnitud de este componente puede ser más relevante que el VPN del flujo de fondos, en función de los bienes de uso e intangibles, de las barreras de entrada y de la gestión desarrollada por la compañía.- El valor de este componente **dependerá de las estrategias que se implementen** en el período, pudiendo ser estas generadoras o no de mayor valor futuro.- Se suelen plantear alternativas diferenciadas ejemplificadoras, como ser las estrategias de sembrar y esperar versus la de cosechar y escapar. El inversor con escasa proyección industrial y de crecimiento, con una visión cortoplacista aunque válida legalmente, intentará sacar hasta la última gota de jugo de la fábrica aunque desaparezcan los activos y otros factores generadores de resultados.- En cambio el empresario más racional y con propensión al riesgo intentará maximizar el valor dentro de las limitaciones de vida útil de las instalaciones, productos o mercados.-

c) Valor actual de otros activos no operativos transferidos.-

Ejemplos: inversiones no operativas, bienes de uso a desafectar del negocio, y similares.- Visto de otra forma comprende los activos transferidos no incluidos en los puntos a) y b).-

COMPONENTES ADICIONALES

Existen otros componentes del valor del negocio que resulta conveniente explicitar, y que tal vez son omitidos por la bibliografía por considerarlos obvios.- En todos los casos se debe **considerar el VPN de estos componentes**.-

a) Capital de trabajo a transferir

Normalmente no se transfieren las disponibilidades ni las inversiones financieras.- El resto de los componentes debe ser cuidadosamente evaluado a fin de determinar el verdadero valor económico.-

Se requiere verificar las **existencias y valuación** de stocks de materias primas, materiales, repuestos, productos semielaborados y productos terminados, en relación a lo declarado por el vendedor.- Debemos detectar los elementos dañados, de segunda calidad, obsoletos, sobrantes de stock a liquidar y toda otra situación relativa al valor de costo y mercado de estos bienes.- En su caso se les aplicará el VPN a los componentes a comercializar en plazos amplios.-

Se requiere validar la **existencia, valuación y cobrabilidad de los créditos**, así como las garantías existentes y la situación legal de los clientes.- Considerando los intereses que devengan, se deberá calcular el VPN de las cobranzas futuras.-

Por último se precisa valorar adecuadamente las **deudas comerciales y financieras** incluidas en el capital de trabajo, revisando las valuaciones, los recargos por financiación y mora, los pasivos ocultos (personal, fisco, etc).- Casos particulares a considerar son las órdenes de compra colocadas y contratos (por bienes o servicios) que puedan generar deudas, las disposiciones y cumplimiento de la legislación laboral y los convenios de trabajo, los materiales o servicios recepcionados y pendientes de facturar y cientos de circunstancias similares que impliquen **eventuales aumentos de pasivos**.-

Se recomienda ser muy conservador en la cuantificación del capital del trabajo, calculando todas los eventos que puedan reducirlo, aunque la oferta se haga posteriormente con un “ plus “ en base a consideraciones estratégicas y de resultados futuros de los negocios.- Es probable en algunos casos **negociar una “ garantía “** por el capital de trabajo transferido, al menos por un tiempo razonable hasta verificar y materializar su realización efectiva.-

b) **RIESGOS puntuales, ajenos a los riesgos habituales de la gestión**.-

Los riesgos a considerar son muy diversos, en cuanto a origen, formas de atenuarlos o eliminarlos, magnitud de sus consecuencias económicas, probabilidad de ocurrencia, etc.- No obstante se ejemplifican algunos casos:

- 1- **Vinculados con los recursos humanos:** a) **Indemnizaciones** por reducciones previstas en la dotación de personal (operativos y gerenciales), b) Incrementos probables de los costos laborales (niveles salariales, reclamos sindicales, disposiciones gubernamentales, incremento de cargas sociales, etc), c) Nivel de conflictividad sindical (huelgas), d) **Juicios** del personal notificados a la empresa (indemnizaciones por despidos, reclamos salariales, accidentes del trabajo, etc), e) Juicios no declarados aunque muy probables y no prescriptos, por las mismas causas antedichas.- Conceptualmente se incluyen los eventuales

juicios y reclamos del personal perteneciente a compañías contratistas y en los que por las modalidades de la prestación quede configurada una virtual relación indirecta de dependencia, así como también los casos de responsabilidad del contratista principal o del comitente.-

- 2- **Vinculados con equipos e instalaciones:** A título de ejemplos vale mencionar:
a) Existencia de garantías del fabricante, b) existencia de seguros sobre los equipos, bienes y personas, c) riesgos de paradas imprevistas por roturas extraordinarias (costo de las reparaciones y parálisis de la producción), d) riesgo de daños en instalaciones, productos y personal propio o de terceros, derivados de las condiciones de funcionamiento o la probabilidad de roturas extraordinarias (caída de techos o mamparas, explosiones de calderas, caída de torres de alta tensión, etc)

- 3- **Vinculados con el escenario político y económico:** Claro está que estos riesgos son ajenos a las partes intervinientes y fuera del alcance de su control, pero deben ser considerados para determinar el valor dado su probable impacto en los flujos de fondos futuros.- En particular se incluyen las expectativas de cambios radicales en materia arancelaria, cambiaria, impositiva, monetaria, bancaria, y toda otra regulación en manos del poder político.-

- 4- **Vinculados de contratos con clientes y proveedores:** En este caso se deben tener en cuenta los contratos y ordenes de compra firmados con anterioridad, que pueden afectar al adquirente por condiciones irregulares que deberían renegociarse, como ser altos precios de la materia prima o energías, bajos precios de venta, condiciones de pago o cobro anormales (plazo, tasa, etc), compromisos de compra de insumos o servicios a mediano plazo a precios excesivos y similares. Naturalmente se tienen que incluir en este punto el VPN esperado de todos los juicios notificados a la empresa y los demás casos con probables reclamos judiciales futuros (no prescriptos).-

- 5- **Otros riesgos legales:** Se trate o no de a) Reclamos impositivos o arancelarios por períodos no prescriptos, b) Por reclamos en materia de seguridad e higiene industrial, c) Penalidades en materia de comercio exterior (casos de dumping en el exterior del propietario anterior que afecten las exportaciones futuras), d) todo otro riesgo legal por incumplimiento de normas públicas y contrataciones de derecho privado.-

La mayor parte de estos riesgos no están registrados en la contabilidad formal o visible del vendedor, constituyendo **pasivos ocultos**.- En algunos casos se aclaran y **acotan por contrato los riesgos que pasan al adquirente** y los que continúan en cabeza del propietario anterior (por ejemplo las empresas estatales residuales en las privatizaciones de nuestro país).- En otros casos se fija un **fondo de garantía** contractual para hacer frente a estos eventos durante un tiempo limitado, lo que incluso puede ser una retención del pago del precio total convenido.- Superado el

fondo de garantía en algunos casos se puede reclamar al vendedor y en otros para a ser riesgo y resultado del adquirente, dependiendo de las cláusulas contractuales.-

Se debe considerar el impacto de estos riesgos en los resultados y/o las erogaciones necesarias para atenuarlos o eliminarlos.- En algún momento posterior al take over estos riesgos pasan a ser propios de la nueva gestión, sin ninguna relación con el anterior propietario.- El nuevo gerenciamiento evaluará la conveniencia de mantener la incertidumbre o acotar los riesgos y costos vinculados.-

Todo riesgo que no se pueda minimizar o eliminar, **debe ser detraído del valor económico** del negocio. Es decir que en última instancia es el vendedor el que soporta el peso económico de los mismos, salvo que pasen desapercibidos para el comprador.-

Excepcionalmente se requiere computar los **riesgos positivos** extracontables del vendedor, es decir los casos en que la empresa compradora vislumbre la posibilidad de recuperar fondos sobre juicios de clientes o proveedores, sobrantes de stock declarado y similares.-

CONSIDERACIONES VARIAS

- 1- El valor de un negocio fluctúa además en función de la **cantidad y calidad de la información disponible** (histórica y proyectada).- Habitualmente la información interna del ente a transferir es más completa y profunda que la de terceros eventuales adquirentes, en particular cuando el oferente está más alejado del mercado específico.-
- 2- El valor del negocio deja de ser autónomo en muchos casos, vinculándose con variables ajenas a él mismo y relativas a **fortalezas del adquirente**. Sería el caso, por ejemplo, de sinergias vinculadas con proveedores de materias primas, con mercados y clientes preexistentes, con dominio y disponibilidad de equipos y procesos industriales, con habilidades del management, etc.- Otro caso similar sería cuando se agrega una nueva UN a una empresa preexistente, o se amplía la cartera de productos y toda otra situación en la que negocios ajenos y nuevos se ven influenciados en todos los aspectos.- En algunos casos la adquisición de nuevos negocios optimiza los resultados y finanzas de otros (preexistentes o de adquisición simultanea).- Un ejemplo sería reducir costos de una empresa o negocio transfiriendo personal excedente a nuevos emprendimientos que se adquieren con menos personal que el necesario para su funcionamiento normal.-

Adicionalmente se deben considerar las fortalezas que se pierden del actual propietario, al menos en el corto plazo.- Un ejemplo podría ser una muy buena relación con clientes, así como el dominio de procesos y técnicas complejas que requieren un tiempo importante de aprendizaje.-

- 3- La **tasa de descuento** a aplicar en los flujos de fondos es la que normalmente se aplica al evaluar cualquier proyecto de inversión.- Resulta recomendable aplicar, como costo del capital, la tasa promedio ponderado marginal de futuros incrementos de la financiación a mediano o largo plazo (costo de la deuda o del capital propio).- En su caso debería tenerse en cuenta la tasa del costo de oportunidad de negocios alternativos.- La tasa puede no ser la misma en todo el período evaluado, haciéndola variar de acuerdo a las expectativas existentes.- En todos los casos estos costos deben incluir las **cargas impositivas** que los afectan (ejemplo: impuestos sobre transferencias de intereses, impuestos a las ampliaciones del capital, etc).-

En teoría la tasa se forma por un componente básico, que es la **tasa sin riesgo** de default (bonos del tesoro de EUA) **excluido el componente inflacionario**, a la que se le suman todas las **primas por riesgos** (riesgo de países, riesgo de la actividad o industria, riesgo de las estrategias vigentes y nuevas a adoptar, riesgos de la nueva empresa, riesgo de la estructura de financiamiento, etc).-

- 4- El proceso de análisis de datos básicos para la valuación debe realizarse en tiempos razonables, de manera que no se pierda una oportunidad ni se apresure el proceso con información incompleta, imprecisa y no confiable.- En muchos casos el vendedor habilita un proceso de libros abiertos, llamado “ **due dilligence** “ para que el o los oferentes obtengan información de los registros e informes de la empresa a transferir y sostengan reuniones con directores y gerentes de la compañía.- Una vez concretada la operación de transferencia se inicia un proceso de toma de la compañía adquirida, llamado “ **take over** ” durante el cual el personal jerárquico representante del adquirente asume el control de todas las funciones críticas (compras, ventas, stock, cobranzas, pagos a proveedores, liquidación de sueldos, finanzas, etc).- De esta forma se logra tomar el control patrimonial y de gestión.-
- 5- En muchos casos es recomendable **simplificar las proyecciones financieras**, asumiendo como válidas las proyecciones económicas. Es decir que puede resultar práctico manejarse con el criterio de lo devengado en las proyecciones de resultados del negocio.- Como paso previo deben evaluarse las tasas de financiación a clientes y los sobrecostos por pagos diferidos a proveedores.-
- 6- **Inflación y devaluación:** este es quizás uno de los aspectos más complejos, atento a que implica desenvolverse en escenarios monetarios inestables, con mayor riesgos de pérdidas por efectos de la inflación y por devaluación (para el caso de medir las inversiones en moneda extranjera).- Implica tremendas complicaciones en la determinación de resultados proyectados y para el cálculo del VPN, atento a las distorsiones de las tasas de interés.-
- 7- **Llave de negocio** o fondo de comercio: El proceso matemático de determinación del valor arroja un resultado único para cada combinación de las variables intervinientes.- Este valor puede separarse en dos componentes obvios: a) El rendimiento normal del patrimonio neto a la tasa de descuento aplicada y b) El excedente, es decir la llave de negocio.- Precisamente podemos simplificar el

concepto de llave de negocio diciendo que “ es el mayor valor asignado a un negocio por encima del VPN del futuro flujo de fondos”.- Para los cálculos se debe considerar el PN inicial de cada año proyectado en base al resultado generado en cada uno a la tasa de descuento del flujo.- (ver el ejemplo del anexo).- A tal fin no deben considerarse los VPN de las inversiones futuras requeridas.-

- 8- El **patrimonio neto inicial** a considerar, a todos los fines, incluye el capital de trabajo valuado con los criterios conservadores antes comentados y los **bienes de uso e intangibles**.- Los activos no corrientes se pueden valorar con varios criterios alternativos y posteriormente se definirá la opción más adecuada y conveniente.- En algunos casos se podrán cuantificar con el valor de utilización económica, en otros con valores corrientes de mercado y en otros a un costo de reposición estimado en las condiciones actuales de uso.-

- 9- Una vez planteadas todas las alternativas y combinaciones de variables (plazo, tasas, inversiones futuras necesarias, riesgos propios ordinarios del negocio, riesgos extraordinarios, etc) se impone realizar **análisis de sensibilidad** a las principales, dentro de los rangos de variabilidad estimados para cada una.- Las variables más relevantes por su sensibilidad deben tener asignada una **probabilidad de ocurrencia**.-

Adicionalmente se requiere combinar la evolución de las variables, en base a los escenarios previstos con mayor probabilidad de ocurrencia.-

Esta herramienta será fundamental para modificar el valor del negocio en función de cambios que ocurran durante el período de tiempo que insume el proceso y posibilita respuestas rápidas en el **proceso de negociación** con el vendedor.-