

Valor de las empresas en fase recesiva

Assessing the Value of Declining Companies

Nelson A. Rugel Vega^{1*}

¹Universidad Católica de Santiago de Guayaquil, Ecuador.

*Autor para la correspondencia. nelsonrugel@hotmail.com

RESUMEN

Los inversionistas y administradores de empresas siempre van a interesarse por conocer la cotización de sus acciones en los mercados de capitales. El objetivo es tomar decisiones para negociarlas cuando estén en su pico de precio, que sería el momento justo, o prevenir una baja porque aparecen señales de cambio en el escenario donde se mantienen, así como vender a buen precio antes de una crisis. Para alcanzar este objetivo se ha efectuado un breve análisis de los diversos métodos de valoración de empresas y sus efectos en recesión económica. El método de investigación utilizado fue documental y analítico, con resultados que permiten determinar los efectos en el costo de capital y el valor de las acciones cuando se incorporan las variables de riesgo.

Palabras clave: costo de capital, cotización de acciones, métodos de valoración de empresas, *spread*.

ABSTRACT

Investors and business managers are always interested in knowing the value of their shares on capital markets, with the aim of making decisions as for negotiating them when they have reached their peak prices –just the right time to do it–, or avoiding price falls by considering changing conditions, or selling them for good prices before crises occur. This paper is aimed at examining the diverse business valuation methods and assessing the value of declining companies. A document analysis was performed. Its results permit to determine what effect risk factors have on capital cost and share value.

Keywords: capital cost, business valuation methods, share value, *spread*.

Recibido: 17/4/2019

Aceptado: 23/5/2019

Código JEL: B25

INTRODUCCIÓN

El comportamiento cíclico de la economía, en el que los escenarios de auge y crisis son una constante temporal, constituye una de las principales razones para que los accionistas y administradores de empresas se interesen en el valor de sus firmas en los mercados cotizados. El impacto de los cambios de escenarios en las economías se ve reflejado en el aumento o disminución de sus rendimientos; motivo fundamental de los inversionistas para mantener o incrementar su inversión.

Existen algunos modelos de valoración de empresas aplicables, según el escenario en que opere y en función de los requerimientos de quienes dirigen las empresas. Puede utilizarse uno específico o alguna combinación de estos, con el fin de obtener los sustentos suficientes para llegar a un valor razonable y sostenible.

Cuando la administración de una empresa decide valorarla desde un enfoque financiero, es porque existe la perspectiva de un cambio de escenario económico que pudiera alterar los planes estratégicos en el corto o mediano plazo; o, tal vez a conveniencia de una fusión, para compartir sinergias y hacer frente a situaciones de cambio que no se pueden allanar sin contar con el respaldo de una empresa mejor posicionada en el mercado. Otra opción es la búsqueda de oportunidades que faciliten la identificación de eventuales posibilidades, con el fin de optimar su valor en el mercado financiero. El valor de una empresa es diferente al precio que se acuerda pagar por esta. Determinar el valor es útil en la toma de decisiones, tanto de tipo táctico como estratégico, tratando de reducir al mínimo posible la incertidumbre.

Las entidades del sector financiero cada vez son más exigentes en conocer el valor de la empresa. Así, si se desea acceder al mercado de capitales para una emisión de bonos, primero deberá ser cotizada en la bolsa de valores, donde se analizará el efecto que dicha transacción tendrá sobre su valor. Una emisión de bonos tiene un costo menor a la financiación con bancos, lo que daría como resultado una disminución del costo de capital. Por otro lado, la inyección de nuevos recursos podría asociarse con el desarrollo de nuevos proyectos de inversión, incrementando la rentabilidad y al mismo tiempo el valor del negocio.

Estos procesos, en los que entran las empresas, están en función del escenario económico del momento en que se efectúa la valoración. Cuando existe un escenario de «auge o recuperación», el proceso de valorar con el objetivo de vender es mucho más ágil, pues aparece una alta demanda por parte de los inversionistas o de los ahorradores temporales, los cuales buscan maximizar su riqueza con inversiones momentáneas que les permitan mantener una renta como accionistas. Si el escenario es «recesivo o depresivo», normalmente, el valor de estas (acciones) está bajo la par por la falta de compradores, dado que los inversionistas son renuentes a comprar empresas en épocas que no garanticen el retorno de su inversión, ya que hay altos niveles de inflación y riesgo; además de exigir elevadas tasas de retorno que encarecen el costo de capital e impiden, casi siempre, el cumplimiento de ese tipo de exigencia (Rugel, 2005).

El escenario recesivo es el más difícil para una organización empresarial, pues resulta complejo poder mantener los niveles de rendimiento a sus accionistas. El efecto de esta fase hace los rendimientos más decrecientes cada vez, por lo que el valor de sus acciones en el mercado va disminuyendo (bajo la par). El valor de una empresa no es el mismo en un escenario de auge o crecimiento que en uno recesivo; para determinarlo se realizan análisis de sensibilidad, en función de tres escenarios (normal, optimista y pesimista) como una manera de considerar el riesgo asumido por una empresa y derivado del

comportamiento de la economía. Con relación al análisis de cada escenario, que incluye proyecciones y tratamientos del riesgo, se deben tomar en cuenta los siguientes parámetros:

- Selección del escenario adecuado para hacer una calificación de riesgo involucrado en la valoración de una empresa, corresponde a un aspecto crítico de importancia, como consecuencia del impacto que pueda tener sobre el valor del negocio. La selección y la calificación de escenarios (optimista, pesimista o normal) encierra algún grado de subjetividad, el cual termina por afectar la estimación de un rango de valores donde se encuentre el precio de la empresa en cuestión.
- Proyección de las perspectivas de las empresas que deben adoptar una posición y establecer claramente los supuestos sobre los cuales se la realizará (ejemplo: vendedor, comprador), introduciendo elementos de planeación sin caer en el absurdo de proyectar situaciones irrealizables.
- Simplicidad *versus* complejidad en los modelos de proyecciones utilizados para hacer la valoración. Se debe evitar la utilización de muchas variables. En la medida que se gana experiencia en la valoración de empresas, se tiende a simplificar los modelos y a enfocarse en el comportamiento de los factores críticos.
- Análisis de sensibilidad, que debe ser simple y centrarse sobre pocos factores críticos que puedan afectar el valor del negocio. La selección de estos factores críticos dependerá del tipo de negocio que esté valorándose.

Este análisis permite una cualificación del riesgo que debe complementarse con el comportamiento reflejado por el escenario. Tanto a nivel macro, como de mercado (Serrano, 2000).

1. MÉTODOS PARA VALORAR EMPRESAS

Existen diferentes métodos que se pueden utilizar para valorar empresas en marcha, clasificados en cuatro categorías, dependiendo de si utilizan o no información de mercado, y si requieren o no la proyección del negocio dentro de un horizonte de tiempo bajo un conjunto de escenarios:

1. Métodos que no utilizan información de mercado:

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

2. Métodos que utilizan información de mercado:

- Valor de reposición.
- Valor en bolsa.
- Valor según múltiplos.
- Valor según transacciones comprables.

3. Métodos que utilizan proyecciones:

- Valor presente de las utilidades.
- Valor presente de los dividendos.
- Valor presente del flujo de caja libre.

4. Modelos de opciones.

Los métodos de valoración que se acaban de enumerar difieren en su complejidad teórica y aplicación empírica; como se mencionó, tienen ventajas y desventajas que deben evaluarse en el momento de aplicarlos en la valoración de un negocio en marcha.

El descartar alguna información que producen las metodologías, ya sea por inconsistente o por irrelevante, va a depender de algunas consideraciones, como tipo de empresa, sector en el que opera, tamaño, entre otras. Si se comparan los modelos que no utilizan información de mercado, con los que sí la aplican, se puede observar que no es posible un resultado del valor de una empresa sobre libros contables. Si se comparan con los métodos que utilizan proyecciones, se encontrará que llevan gran ventaja, porque utilizan el valor presente de los rendimientos generados por un negocio en marcha y dentro de estos el «valor presente del flujo de caja libre», que es el de mayor aplicación en el mercado de valores, ya que incorpora los elementos necesarios para obtener un valor muy aproximado a la realidad del precio de una empresa (Damodaran, 2007, 2009).

Cada uno de los métodos mencionados produce información útil, que bien evaluada puede utilizarse en la definición de un rango de valores dentro del cual existe la mayor probabilidad de que se encuentre el valor de la empresa en cuestión. Por tanto, no se debe desechar a priori ninguno de los métodos enumerados por sencillos que sean, pues quienes son responsables de la valoración deben tener el criterio suficiente para determinar cuándo descartar la información que produce alguno de los métodos, ya sea por inconsistente o irrelevante (por ejemplo, usar el valor de reposición, cuando ha cambiado la tecnología en los procesos de valoración de una empresa). Lo importante es encontrar consistencia entre los valores que arroja cada método y poder discernir si estos están agregando información útil al proceso (Damodaran, 2007).

Una de las grandes disyuntivas que enfrenta un inversionista al analizar la inversión en una empresa en escenario recesivo es la tasa de descuento, porque esta no es la misma aplicada usualmente en la valoración y utilización de cualquiera de los métodos en condiciones normales; es una tasa con recargo de otros componentes, que se deben incorporar al costo promedio ponderado de capital (CPPC), según el caso de cada economía. Cabe resaltar que la tasa de interés de una economía en recesión refleja su nivel de inflación. Si se analiza la tasa de descuento desde el punto de vista «teórico», no existiría ningún problema, ya que si se trata de utilizar el método del flujo de caja libre para la empresa, se utilizaría el costo de capital; si es el flujo de caja libre para *equity* se emplea el costo de este y así, con cualquier método conocido que se utilice para valorar una empresa en escenario de crisis de manera teórica, el escoger la tasa de descuento no sería problema para los inversionistas que desean adquirir una empresa.

Para estimar el recargo a la tasa de descuento en un escenario de crisis por riesgo país, se aplica la cotización de los valores de ese país, comparado con los papeles (valores) del tesoro de Estados Unidos de América,

con el mismo plazo y madurez de deuda soberana, sobre todo el nivel del *spread* con el que se negocia la deuda (bonos). Adicional a la volatilidad del *spread*, cuyo nivel está en función del riesgo país, hay que analizar la demanda del mercado (liquidez) frente a otros títulos que están disponibles para los inversionistas (Serrano, 2000). En un escenario de crisis, la incertidumbre sobre la estimación de los factores hace que sea necesario estimar una tasa de descuento para cada año de estimación de la vida del proyecto (Madura, 2009). Un análisis más detallado lo proporciona un caso práctico de valoración de una empresa, la cual es responsable de un producto de consumo masivo, popular, de alta demanda y cotizado en el mercado de valores en Argentina. Como se procedió en un escenario recesivo, no se tomaron en consideración las variables de riesgo que afectan y recargan al CPPC normal de la empresa, solo se tuvo en cuenta la inflación (π).

Para valorar la firma se utilizará el método de flujos de caja descontados, por ser el de mayor aplicación en la valoración de una empresa y considerado como el que refleja con mejor exactitud su cotización, porque supone a la organización como un ente productor de recursos. En este proceso de valoración, se comienza con un análisis interno y externo, que involucra oferta y demanda, costos, riesgo país e inflación. Los flujos de efectivo proyectados son los que se muestran en la Tabla 1 y se parte de la siguiente información:

- La tasa de crecimiento estimada en 3 % hasta el infinito.
- El CPPC se determinó en 9 %.
- Las deudas a valor de mercado ascienden a \$ 3 100,000.
- El valor de mercado de las acciones preferentes es \$ 800,000.
- Las acciones en circulación son 300,000.

Tabla 1. Flujo de efectivos proyectados

Años		F/E
1	2006	\$ 400,000
2	2007	\$ 450,000
3	2008	\$ 520,000
4	2009	\$ 560,000
5	2010	\$ 600,000

El resultado de este proceso de valoración dio un cálculo de los flujos al infinito de \$ 10,300 millones. Un valor de los activos de la empresa de \$ 8 628,234 y de acciones comunes de \$ 4 728,620; para finalmente obtener un precio por acciones en libros de \$ 15,76. Este precio a valor de mercado, de acuerdo a la cotización de bolsa, es de \$ 13,87 y está por debajo de lo que se obtuvo en la valoración. La razón de la diferencia de precios se debe al escenario de crisis que tiene el país y, por otro lado, a la caída de los

rendimientos (dividendos) que paga la empresa. Lo anterior, sin dejar de considerar que no se incluyeron en la tasa de descuento los elementos de efectos riesgos, tanto riesgos país como los del proyecto. El proceso de cálculo se efectuó de la siguiente manera:

- La primera parte consiste en traer a valor presente los flujos de efectivo desde el año 2006 hasta el infinito.
 - $\$ 600,000 * 1,03 = 618,000$
 - $618,000 / (9 \% - 3 \%) = 618,000 / 0,06 = 10\,300,000$
- El siguiente cálculo es sumar el valor del flujo de efectivo infinito al último flujo del año 2010.
 - $F/E\alpha = 600,000 + 10\,300,000 = 10\,900.000$
- Luego se procede a descontar los flujos de efectivos a la tasa CPPC incluyendo el flujo infinito (CPPC = 9 %), como se muestra en la Tabla 2, donde F.C.L. es flujo de caja libre.

Tabla 2. Flujo de efectivos en la tasa CPPC

Años	F.C.L	Valor presente
2006	400,000	366,972
2007	450,000	378,756
2008	520,000	401,535
2009	560,000	396,718
2010	10 900.000	7 084,252
Valor total de los activos de la empresa:		8 628,234

- Finalmente se calcula en valor de las acciones comunes deduciendo el de los pasivos y las acciones preferentes.
 - Valor de las acciones comunes = $\$ 8\,628,234 - \$ 3\,100,000$ (pasivos) - $\$ 800,000$ (acciones preferentes) = $\$ 4\,728,620$. Para determinar el valor por acción se divide $\$ 4\,728,620$ entre el número de acciones en circulación (300,000) y se obtiene $\$ 15,76$.

El valor que se obtuvo en el ejemplo de una empresa en marcha en escenario recesivo puede ser analizado considerando varios aspectos, incluyendo la posición del inversionista, en lo referente a la tasa de descuento,

que es el elemento más complicado a determinar en una valoración, ya que depende no solo del costo promedio ponderado de capital, sino, además, del tipo de escenario y riesgo del proyecto. Como se mencionó anteriormente, estos no fueron considerados, y podrían generar un incremento en el costo de capital (9 %). Utilizado en la valoración este puede llegar hasta el 15 % o 16 %, dependiendo de las proyecciones de los riesgos citados. Esta es una de las razones por las que en los mercados de capitales el precio de las acciones se ubica bajo la par. Cabe anotar que esta tasa se ajusta cada año, para obtener proyecciones de los flujos de efectivos más reales.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AMADO, F. (2013): «La fórmula para predecir quiebras», <<http://www.academiadeinversion.com/altman-z-score-formula-predecir-quiebras/>> [18/1/2018].
- DAMODARAN, A. (2007): *Investment Valuation, Tools and Techniques for Determining the Value of any Asset*, Consejo Latinoamericano de Escuelas de Administración, Bogotá.
- DAMORADAN, A. (2009): *Valuing Distressed and Declining Companies*, Financial Times Management, New York.
- MADURA, J. (2009): *Administración Financiera Internacional*, Thomsom Editores, Florida.
- RUGEL, N. (2005): *Finanzas Internacionales*, Universidad Católica de Santiago de Guayaquil.
- SERRANO, J. (2000): «Consideraciones críticas en la valoración de empresas», *Revista Latinoamericana de Administración*, n.º 24, pp. 51-56.

Conflictos de intereses

El autor NELSON A. RUGEL VEGA, del manuscrito de referencia, declara que no existe ningún potencial conflicto de interés relacionado con el artículo.

Contribución autoral

NELSON A. RUGEL VEGA es el autor para la correspondencia y responsable de la integridad del trabajo en su conjunto. Como tal principal participa directamente en todo el estudio y análisis de los elementos conceptuales relacionados con la introducción, la metodología, la evaluación y discusión de los resultados de la investigación, así como en las conclusiones y revisión de las referencias bibliográficas.