

## CAPÍTULO III

# EL PERÚ FRENTE A LA GLOBALIZACIÓN Y SUS EFECTOS EN EL SECTOR EMPRESARIAL. POLÍTICAS PARA REFLOTAR LAS EMPRESAS

### LA CRISIS EN EL PERÚ

Podemos establecer que la crisis en el Perú se origina, de acuerdo a un diagnóstico preliminar realizado, por dos tipos de causas: las causas externas y las causas internas.

#### Causas externas

- a) El dominio del imperio económico de las empresas transnacionales respaldadas por el Sistema NeoLiberal Económico triunfante, cuya consecuencia inmediata fue la Globalización Económica, donde los precios son fijados por los grupos económicos más poderosos a través de los mercados Internacionales de las materias primas, base de la Economía de los países subdesarrollados.
  
- b) Las coyunturas económicas derivadas de los vaivenes de los mercados de capitales mundiales los cuales son muy sensibles a los cambios económicos y sociales de los países, que producen estampida o corrida de capitales en los lugares donde dominan un área importante del mercado financiero cuya influencia en las inversiones es decisiva para las economías de los países afectados, produciéndose las crisis tales como: la de Rusia, la Crisis Mexicana y hoy la crisis Argentina., crisis que por el fenómeno de la Globalización repercute en las demás Economías del Mundo, como es el caso de Sudamérica , siendo un caso particular el Perú.

- c) El libre manejo especulativo del mercado de capitales bajo un sistema eminentemente monetarista perturba la Economía Mundial con la corrida de capitales de un mercado a otro. Es aquí cuando surgen los llamados “paraísos tributarios” que ofrecen estabilidad política y tributaria, para explotar cualquier potencial económico disponible, desangrando al país anfitrión toda su riqueza de recursos naturales, y creando miseria y desocupación con la imposición de las nuevas tecnologías; pero además garantizando el retorno íntegro de sus capitales invertidos, minimizando los riesgos en las inversiones y ofreciendo una estabilidad que privilegia la especialización y perjudica a los países desprevenidos del llamado “tercer mundo”.
  
- d) La Irresponsabilidad de los gobiernos por endeudar al país mas allá de sus posibilidades de crédito, creando un pasivo esclavizante para las futuras generaciones y una traba para el desarrollo económico y social, ya que los posibles fondos de inversión sirven para pagar una deuda externa que adquiere características de vitalicia.
  
- e) Los adelantos científicos y tecnológicos, en especial en el área de la informática y de las telecomunicaciones, que han determinado acortar distancias y tiempo, y por las cuales el mundo cada vez está mas comunicado en tiempo real sin necesidad de recorrer grandes espacios, gracias a la comunicación virtual. A tal fenómeno se le ha denominado “La Aldea Global” la cual es aprovechada por las grandes empresas para manejar sus negocios en el Mundo.

### **Causas Internas**

- a) La falta de preparación de los empresarios de países subdesarrollados para enfrentar el fenómeno de la Globalización Económica, en lo referente a la competencia tecnológica y financiera de las grandes empresas transnacionales y por otra parte la falta de medios financieros y preparación en el manejo estratégico de las empresas.

- b) Alto nivel de apalancamiento de las empresas cuyas deudas acumulan la cartera pesada de las empresas financieras.
- c) Gerencias en mano de grupos familiares muchas veces incapaces.
- d) Obsolescencia tecnológica y falta de equipos con tecnología de punta.
- e) Bancos que cobran intereses usureros por el riesgo que tienen que cubrir.
- f) Problema de la garantía de la pequeñas empresas.
- g) El problema de la financiación de las micros y pequeñas empresas.
- h) Los desastres naturales, que desestabilizan la economía.

El Perú ha vivido las crisis más largas de su historia: la Hiperinflación a partir del Gobierno de Belaúnde (1962) hasta el primer gobierno de Alberto Fujimori (1990) y la Hiperrecesión desde el segundo gobierno de Fujimori(1997) hasta nuestros días.

La crisis se genera -hemos dicho- externamente, por la baja de los precios internacionales de nuestras materias primas, y la falta de capitales de inversión, pues las naciones poderosas necesitan ahorrar para incrementar su industria en poderío bélico y económico, ahorro que se obtiene manipulando los precios internacionales, rebajando los precios mediante la técnica de Stock (Almacenamiento) de materias primas durante la época de crisis de los países subdesarrollados que, hambrientos, rematan su producción a la pérdida o también con la política de Dumping para no dejar subir los precios, produciéndose también pérdidas. Pérdidas que los mismos países poderosos se encargan de cubrir con préstamos de interés flotante iniciándose así el incremento de la deuda en cascada, es decir deuda sobre deuda, cuyo peso termina por encadenar por vida a los países subdesarrollados.

Internamente la falta de preparación de los empresarios para enfrentar la competencia en el contexto Globalizado, muchas veces desleal, de las grandes potencias monopolistas por un lado, y la terquedad y apego a los métodos tradicionales hacen incompetentes a las empresas que terminan por quebrar o liquidar.

Los empresarios no son capaces de buscar otras alternativas en un contexto de mercado competitivo, cambiante y turbulento, por falta de preparación.

## **LA POLÍTICA DE REESTRUTURACIÓN ECONÓMICA**

En cuánto a la política de reestructuración económica de las empresas establecida por el Estado Peruano a partir del año 1992, hasta ahora no ha dado los frutos esperados, debido a que es una política errada por las siguientes razones.

- 1.- La reestructuración está en manos de la Junta de los acreedores quienes buscarán por todos los medios recuperar su dinero sin importarles la recuperación de la empresa.
- 2.- Indecopi es la institución encargada de buscar la recuperación de las empresas en crisis buscando la reducción del costo del crédito y constituyéndose en un ente de intermediación para la negociación con los acreedores para conseguir un alivio en sus deudas, pero esto es solo una posición política mas no efectiva, pues basta el hecho que la empresa se inscriba en Indecopi para su reestructuración, que de inmediato se le cierran los créditos en el mercado por el alto riesgo que ello representa. Por tanto Indecopi es el panteón de las empresas en crisis.
- 3.- En el desarrollo del presente trabajo de investigación analizaremos en profundidad las causas internas de la crisis de la empresa peruana y sus

alternativas de solución, pero definitivamente la política de gobierno a través de Indecopi no es la mejor solución para las empresas en crisis.

**Las posibles soluciones al problema de acuerdo a nuestra propuesta son:**

- a) Las empresas deben estudiar su posicionamiento en el mercado y su posibilidad de ser competitivas en su mercado, de lo contrario tomar la estrategia de ser complementarias a las actividades de la gran empresa. Otra alternativa sería ver la posibilidad de si realizando alianzas económicas con otras empresas puedan tener nicho en el mercado, estableciéndose una cadena de valor productiva.

También es importante aprovechar las coyunturas de nicho de actividades que no le interesen a las grandes empresas.

Hay empresas que desarrollan en crisis, ya sea por ventajas competitivas o porque encontraron un nicho no explotado ya sea por descubrimiento o por creatividad.

En todos los casos la Economía no crece porque no hay quien compre; se necesita un agente dinamizador de la economía que permita iniciar el espiral de crecimiento, pudiendo este ser: el trabajo creativo, el descubrimiento de nuevas riquezas o el aprovechamiento de una coyuntura económica (Una sequía en otras latitudes, una catástrofe, o una guerra etc.).

En los países subdesarrollados no funciona la Economía de escala por falta de mercado. La producción se debe iniciar a nivel de subsistencia para luego con un programa de tecnificación y ampliación de mercado, ir creciendo como hicieron los países asiáticos.

Por otra parte las caídas de las pequeñas empresas no son tan fuertes como el de las grandes empresas, de ahí la importancia de establecer una política de desarrollo para pequeñas empresas que no implicaría mucha inversión

### **Fases de la Crisis de las empresas**

Del estudio de las crisis empresariales en los últimos tiempos podemos establecer las tres etapas por las que pasa una crisis empresarial: a) Primeros indicios o Síntomas, b) Identificación de los Problemas y c) Incapacidad de la Dirección para frenar el deterioro de la empresa. En esta etapa la supervivencia queda amenazada y se cae en la insolvencia.

#### **Primera etapa : Síntomas de Crisis**

- a) La empresa pierde dinero desde el punto de vista operativo, es decir que el giro del negocio ya no es rentable.
- b) Se producen pérdidas del segmento del mercado durante los últimos 12 o 24 meses.

### **Segunda etapa : Identificación de problemas**

- a) La supervivencia en el mercado disminuye vertiginosamente.
- b) No hay renovación tecnológica por lo que la competencia disminuye.
- c) Hay problemas en el manejo de la empresa por el empleo de métodos obsoletos.
- d) La Empresa tiene dificultades para generar caja o la consume rápidamente.
- e) Se inician las dificultades de crédito y morosidad.
- f) Declinan los estándares y la empresa luce descuidada.
- g) El Inventario corriente no corresponde a la combinación de productos que pide el mercado consumidor y por otro lado hay exceso de productos que no se mueven
- h) La reducción de gastos ha determinado el recorte en la inversión, en investigación y desarrollo.

### **Tercera etapa : Incapacidad de la Gerencia para afrontar el deterioro de la empresa**

- a) La Gerencia de alto nivel abandona la empresa.
- b) La moral disminuye en todos los niveles organizacionales y también la generación de ideas.
- c) Los directivos y ejecutivos de segundo nivel se sienten desorientados frente a los nuevos acontecimientos de insolvencia y morosidad de los clientes.
- d) La cartera pesada aumenta y se declara la insolvencia para afrontar las deudas.

Posibles medidas a tomar frente a la Crisis empresarial.

A manera de hipótesis podemos enunciar las siguientes medidas a tomar para afrontar las crisis económicas de las empresas:

- 1) Encarar la tendencia al descalabro económico y financiero acudiendo a las instancias de Gobierno a pedir algunas medidas de emergencia para salvar a las empresas.
- 2) Reactivar el negocio en declive mediante medidas de emergencia.
- 3) Adoptar una Gerencia Estratégica muy operativa para afrontar los problemas financieros y de gestión de las empresas.
- 4) Acumular información externa e interna referente a los problemas y posibles alternativas de solución.
- 5) Determinar el equipo que participará en la reactivación de la empresa en crisis.
- 6) Evaluar la capacidad instalada y los activos intangibles si los hay.
- 7) Crear un Plan Maestro Estratégico.
- 8) Fijar metas reales en el plan Operativo.
- 9) Crear una metodología de generación de ideas tendiente a la salida de la crisis.
- 10) Crear un sistema de flujo de Caja de emergencia.
- 11) Evaluar los resultados del Plan Operativo y de las políticas establecidas para la primera etapa de emergencia.

Considero recomendable dedicar un párrafo particular sobre los “intangibles” puesto que ocupan una posición actual privilegiada en la evaluación empresarial. Desde el punto de vista clásico y tradicional, las marcas y las patentes focalizaban lo esencial para calcular o determinar el “Activo Intangible”. Sin embargo, a raíz de las nuevas condiciones y exigencias que impone la modernidad, el contenido conceptual se ha ampliado y profundizado comprendiendo a todos los factores que proporcionen a la empresa alguna ventaja en el futuro y que signifique la probabilidad de una fuerza competitiva estimable que, utilizando la matemática financiera, puede llegar a medirse utilizando fórmulas del valor actualizado.

Concurren en este concepto elementos tales como clientela cautiva, estudios de proyectos, capacitación invertida en personal, investigación y tecnología, proyección del cash flow, etc.

Todo parece indicar que en el caso del consorcio textil que constituye el experimento muestral de la presente tesis, el análisis de activos intangibles no se ha tomado absolutamente en cuenta.

En la Resolución de CONASEV NRO. 103-99-EF se dice textualmente:

### **Activos Intangibles<sup>6</sup>**

“Incluye el valor de los activos que careciendo de naturaleza material, se usan para la producción o suministro de bienes o servicios, se arriendan a terceros o se aplican para fines administrativos, los cuales implican derechos de larga duración y de ciertas ventajas competitivas adquiridas por una empresa”.

**En el Plan operativo podemos fijar las siguientes metas cuantificables a lograr:**

- 1) Incrementar las ventas con nuevas estrategias de mercadeo.
- 2) Mejorar el nivel de rentabilidad operativa cambiando de tecnología.
- 3) Mejorar el margen bruto total mediante programas de eficiencia y eficacia.
- 4) Mejorar su posicionamiento en el Mercado.
- 5) Mejorar el sistema de Información Empresarial.
- 6) Reducción en el tiempo de la creación de nuevos productos.
- 7) Incrementar el uso de la capacidad instalada renovada.
- 8) Incluir nuevos Gerentes (actualizados) en el, negocio.
- 9) Mejorar la Promoción interna previo reentrenamiento de personal.
- 10) Mejorar el acceso a la alta Dirección y apoyar las iniciativas de trabajadores.
- 11) Cambiar las políticas sindicales buscando soluciones integrales.
- 12) Expandir la línea de productos actuales con una buena publicidad.

### **La Reactivación Económica de las empresas en crisis**

El objeto de la Ley de Reestructuración Patrimonial N° 27146 es obtener en la medida de lo posible la reactivación económica de las empresas en crisis, para ello lo primero que tenemos que hacer es elaborar un Plan Estratégico de Reactivación de acuerdo a los lineamientos de la Ley.

---

<sup>6</sup> **Reglamento de Información Financiera – CONASEV – 24 de Noviembre de 1999.**

## Plan Estratégico de Emergencia de Reactivación de la empresa

De acuerdo a la metodología de la Planificación estratégica, primero debemos hacer un diagnóstico sobre eventos futuros, para tener una visión o Imagen Objetivo a alcanzar. En el diagnóstico -sabemos se emplean dos tipos de variables: La variables exógenas o de contexto, constituídas por las oportunidades y las amenazas y las variables endógenas o de la empresa constituídas por las fortalezas y debilidades del sistema de la empresa.

Una vez establecida la imagen objetivo, se establece la misión a la que se abocará la empresa y las estrategias y medios para alcanzarla .

En el caso concreto de una empresa en reestructuración Patrimonial, la visión futura está dada por el programa de reestructuración, previo diagnóstico de la situación crítica de la empresa. La imagen objetivo será la empresa futura, reestructurada, operativa y competente, es decir con un desarrollo sostenido

### Estrategias:

Las estrategias son los medios oportunos que empleamos para alcanzar los objetivos y metas del planeamiento que, para el caso de la reactivación, serían:

- 1.- Medidas para conseguir mejorar la mano de obra.
  - a) Reducción del tiempo de operación con modernos procedimientos.
  - b) Reducción de las planillas por la racionalización de la mano de obra de producción.
  - c) Paso de las operaciones directas a las operaciones de control indirecto a través de la automatización.
  - d) Incrementar el volumen de la producción demandada.
  - e) Reducir la tareas de grupos de trabajo. Privilegiar la economía de escala cuando sea necesario.

**2 .- Medidas para mejorar el clima laboral.**

- a) Establecer una clara política de información y de concertación trabajador-patronal.
- b) Establecer negociaciones continuas.
- c) Tratar problemas generales de la empresa con representantes nacionales y problemas específicos con representantes del Sindicato de Trabajadores de la empresa.

**3 .- Medidas para conseguir mejoras de liquidez.**

- a) Obtener protección y subvenciones fiscales y del público interesado en el reflotamiento de la empresa.
- b) Enajenación o venta de activos no afectos a la explotación.
- c) Reducción de los inventarios excedentes o congelados.
- d) Reducción de los plazos de cobranza e incremento de los plazos de pago.
- e) Capitalización de las deudas.
- f) Renegociación de los plazos de créditos.
- g) Ampliación del capital.

**4 .- Medidas para mejorar la productividad de la planta e instalaciones productivas**

- a) Concentración de la producción en el menor número de plantas y equipos.
- b) Incremento de niveles tecnológicos de producción.
- c) Reducción de tiempo de preparación.
- d) Coordinación y especialización.

**5 .- Medidas para mejorar la Venta**

- a) Incremento relativo de los precios en un segmento geográfico en los que hay menor riesgo de reacción competitiva.
- b) Integración ascendente o descendente según las circunstancias.
- c) Inversión en transformación y/o en distribución.
- d) Joint Venture con distribuidores.

**6 .- Medidas para mejorar la calidad y servicio**

- a) Medidas de sensibilización de los mandos intermedios.
- b) Racionalización de la gama de productos por márgenes de contribución.
- c) Rediseño del producto.

### **Tácticas**

Se propone, a manera de hipótesis, las siguientes propuestas de reactivación de las empresas dentro del Plan de Emergencia.

#### 1.- Táctica de reducción de costos

- a) Incrementar la eficacia operativa con modernos métodos en los procesos
- b) Implantar una gestión óptima en el manejo de inventarios
- c) Reducir los gastos operativos que no proporcionan valor agregado
- d) Diseñar modelos para reducir los costos

#### 2.-Táctica de Diferenciación del producto

- a) Establecer riesgos diferenciadores
- b) Medición de la fidelidad de la Clientela y la óptima prestación de servicios
- c) Determinar la calidad del producto
- d) Establecer la continuidad en el mercado.

#### 3.-Tácticas para potenciar el Liderazgo

- a) Enfoque en la responsabilidad de operaciones
- b) Estabilidad de Equipos Directivos
- c) Experiencia en la Industria
- d) Experiencia técnica
- e) Congruencia interna con los recursos de la empresa
- f) Cambios incrementales
- g) Planteamiento ético

#### 4.- Algunas tácticas para la reactivación de la empresa por segregación

- a) Dividir la empresa por unidades de negocio
- b) Dividir guiados por la oportunidad o coyuntura
- c) Formulación de distintos puestos según el valor de conjuntos diferentes por sus componente
- d) Determinar el sistema de arriendo
- e) Establecer contratos de Gestión.

**Análisis de las Estrategias.-** Las estrategias a tomar en una empresa en crisis no son las mismas para todas las empresas ya que a cada tipo corresponde a estrategias diferentes; así podemos distinguir estrategias para la gran empresa , la mediana empresa y la pequeña empresa.

- a) Estrategia para la Gran empresa.-** Este concepto es relativo, pues depende del país y del contexto económico en el que se desenvuelve. así lo que es gran empresa para el Perú, puede ser pequeña o mediana empresa para los EEUU de Norteamérica.

La crisis en la gran empresa se produce por el impacto de la Globalización Económica, ya sea por los cambios bruscos en el mercado de capitales o por la aparición de una competidora que tecnológicamente desplaza del mercado a sus productos, tal es el caso de la industria automotriz de EE.UU que fue desplazada por la japonesa.

Generalmente son empresas de gran inversión y movimiento comercial cuyo mercado abarca varias zonas geográficas por medio de sucursales y filiales.

Una de las estrategias a tomar es la reducción de márgenes de algunas líneas de productos para amenguar a la competencia y obtener caja para hacer frente a sus obligaciones.

Otras de las estrategias es vender las sucursales que no dan rentabilidad o que tienden a reducirla, para sustituirlas con nuevas sucursales mejor posesionadas y con una renovación de equipo que la haga más competitiva. Su objeto principal es mantenerse en competencia en el mercado.

En el Perú la gran Empresa Consorcio Textil el Pacífico Textil S.A. , materia de nuestro estudio, ha entrado en crisis por la recesión económica nacional y por la competencia mundial a sus productos por efecto de la Globalización Económica.

**La crisis de la mediana empresa** .- La crisis en la mediana competencia requiere de fuertes sumas de dinero para conseguir su equilibrio. Su problema es financiero fundamentalmente por el gran costo que tiene hoy el capital en particular en el Perú.

Se ha comprobado incluso que, en ocasiones, algunas empresas han maquillado la información para obtener financiación y luego, inmediatamente cayeron en la insolvencia.

La Pequeña empresa es la más afectada por las épocas de crisis, pues las grandes y medianas empresas aplicando economía de escala las barren del mercado dejándolas fuera de competencia

Las estrategias a tomar podrían ser las siguientes:

- a) Buscar nuevos espacios, fuera de la influencia competitiva de las medianas empresas
- b) Realizar actividades complementarias a las de las grandes y medianas empresas en las cuales ellas no tiene interés por no ser rentables o por que la población es muy pequeña y de bajos ingresos
- c) Realizar alianzas económicas que permitan actividades integradas.

### **La valoración de las empresas en crisis**

Uno de los problemas fundamentales para determinar el grado de crisis económica y financiera de las empresas es su valuación a fin de calcular el grado de gravedad en que se encuentran.

Sabemos que hay muchos método para valuar empresas, tales como método basados en el valor del negocio o Good Will, y últimamente método

basados en los flujos de caja o Cash Flow, siendo los más importantes entre los primeros:

1) El método de valoración clásico

Este método toma el valor del good will como elemento de valoración y le agrega el valor del activo neto. A su vez el Good will se valora como “n” veces el beneficio neto de la empresa, o como un determinado porcentaje de la facturación (Ventas) la fórmula de este método su fórmula se expresa de la siguiente manera:

$$V = A + (nxB) \text{ o bien } V = A + (ZxF)$$

Donde:

A = Valor de activo neto

n = Coeficiente comprendido entre 1.5 y 3

B = Beneficio neto

z = Porcentaje de cifra de venta

F = Facturación

En el caso concreto de empresa Consorcio Textil del Pacífico S.A. que es la muestra de nuestra investigación tendríamos el siguiente cálculo:

$$A = \text{Activo neto} = \text{Valor de mercado del Inmovilizado material} + \text{valor de Circulante neto en la fecha}$$

$$\text{El Circulante neto} = \text{Patrimonial neto contable (tomando Proyecciones de resultados)} - \text{Activo fijo neto}$$

B = Resultado después del impuesto

Valor Neto de Inmuebles Maquinarias

y Equipo al 31-12-00

69'048,621

Más : Revaluación técnica

20'000,000

**Valor neto Inmobiliario**

**89'048,621**

Circulante Neto al 31-12-00	=	PNC - VNI
Circulante Neto	=	21'905302 – 69'048,621 = - 47'143,319
Valor Activo neto	=	Valor neto Inmobiliario + Circulante Neto
Valor Activo Neto	=	89'048,621 – 47'143,319 = 41'905,302
Beneficio neto	=	Promedio = -14'362,704
Valor de empresa	=	41'905,302 +(-14352,704 x 1.5) = 20'361,246

Si comparamos este valor con el Patrimonio neto del balance encontramos que la diferencia es mínima:

Patrimonio neto de balance 2000	=	21'905,302
Valor de empresa	=	20'361,246
		<hr/>
Diferencia		1'544,056
		<hr/>

La primera fórmula se emplea en empresas industriales mientras la segunda en empresas comerciales especialmente minoristas.

Una variante del método es que se utilice el Cash Flow (Flujo de caja) en lugar de beneficio neto.

2.- El método simplificado de la renta abreviada del good will o método de la UEC (Unión de expertos contables europeos) simplificado, se expresa mediante la siguiente fórmula:

$$V = A + an (B - iA)$$

Donde:

- A = Activo neto corregido o valor sustancial neto.
- An = Valor actual a un tipo t, de n anualidades unitarias, con n entre 5 y 8 años.
- B = Beneficio neto del último año o el previsto para el año próximo
- i = Tipo de interés de colocación alternativa, que puede ser el de las obligaciones, el rendimiento de las acciones o el rendimiento de las inversiones inmobiliarias (Después del impuesto)

$$\text{El Good Will es } = an (B - iA)$$

Esta fórmula se explica de la siguiente manera:

El valor de una empresa es el valor de su patrimonio neto ajustado, mas el valor Good Will o valor comercial, que se obtienen capitalizando, por aplicación de un coeficiente  $an$ , un superbeneficio igual a la diferencia entre el beneficio neto y la inversión de activo neto  $\ddot{A}$  en el mercado de capitales al tipo de interés  $i$  correspondiente a la tasa sin riesgo.

### 3.- Método Indirecto o Método Práctico

La fórmula de éste método es la siguiente:

$$V = A + B / i / 2 \text{ que también puede expresarse así: } V = A + (B - iA) / 2i$$

La tasa  $i$  que se utiliza suele ser el tipo de interés de los títulos de renta fija del Estado a largo plazo. Como se puede apreciar en la primera expresión, este método pondera igual el valor del activo neto (valor substancial) y el valor de la rentabilidad. Este método tiene muchas variantes que resultan de ponderar de manera distinta el valor substancial y el valor de la capitalización de los beneficios.

#### 4.- Método Anglosajón o método directo

**Este método utiliza la siguiente fórmula:  $V = A + (B - iA) / t_m$ .**

En este caso el valor del Good Will se obtiene actualizado para una duración infinita el valor del superbeneficio obtenido por la empresa. Este superbeneficio es la diferencia entre el beneficio neto y lo que se obtendría de la colocación, al tipo de interés  $i$ , de capitales iguales al valor de activo de la empresa. La tasa  $t_m$  es la tasa de interés de los títulos de renta fija multiplicada por el coeficiente comprendido entre 1.25 y 1.5 para tener en cuenta el riesgo.

A este método se le denomina también método de capitalización de superbeneficio para una duración infinita.

#### 5.- Método de las tasas con riesgo y de la tasa sin riesgo

Este método determina el valor de una empresa a través de la siguiente fórmula:

$$V = A + (B - iV) / t; \text{ despejando } V = (A + B / t) (1+i / t)$$

La tasa  $i$  es la tasa de una colocación alternativa sin riesgo; la tasa  $t$  es la tasa con riesgo que sirve para actualizar el superbeneficio y es igual a la tasa  $i$  aumentada con un coeficiente de riesgo, según éste método, el valor de una empresa es igual al activo neto aumentado con la actualización del

superbeneficio. Como puede apreciarse, la fórmula es una derivación del método UEC cuando el número de años tiende a infinito.

### **Métodos basados en el descuento de flujo de caja (Cash Flow)**

Estos métodos corresponden al enfoque moderno de la planificación estratégica de las empresas, pues apuntan a especular con el movimiento futuro estimado de los flujos de dinero que genera la empresa, para luego ser descontados a una tasa de descuento apropiada según los riesgos de dichos flujos.

Los métodos basados en el Good Will ya están siendo sustituidos por los basados en el descuento del flujo de caja por que constituye el método de valoración que más se aproxima conceptualmente a la realidad.

El valor de la empresa basados en el Good Will, en el beneficio y el valor patrimonial, tienen el inconveniente de basarse en los Estados Financieros que solo dan datos históricos, pero que no tienen en cuenta las perspectivas de la empresa, su potencial de ventas, el comportamiento de los beneficios y los márgenes de sus condiciones de competencia y estabilidad etc.

El método más apropiado para valorar una empresa es descontar los flujos de efectivo futuros esperados, ya que el valor de las acciones de una empresa - suponiendo su continuidad- proviene de la capacidad de la empresa para generar dinero para los propietarios de las acciones.

En el presente trabajo nosotros trataremos de establecer las relaciones de los flujos de caja y su influencia en el endeudamiento y riesgo de la empresa.

Los métodos de descuento de flujos se basa en el pronóstico detallado y cuidadoso, para cada período, de cada una de las partidas financieras que se vinculan con la generación de los flujos de efectivo correspondiente a las operaciones de la empresa. Por ejemplo, el cobro de ventas, los pagos de salarios, de gastos operativos etc. y por otro lado la devolución de créditos; en realidad estos métodos son similares a los Presupuestos de Caja.

En la valoración basada en el descuento de flujos, se determina una tasa de descuento adecuada para cada flujo de efectivo. La determinación de la tasa es uno de los puntos más importantes. Se realiza teniendo en cuenta el riesgo, las volatilidades pasadas y, muchas veces el tipo de descuento mínimo lo fijan los interesados (Compradores o vendedores no dispuestos a invertir o vender por lo menos dentro de determinados porcentajes. etc.).

### **Método generalizado de descuento de Flujo.**

De acuerdo a la metodología empleada por los financistas cuya valoración de empresa se basa en descuento de flujo de efectivo, parten de la siguiente fórmula:

$$V = CF1 / 1+k + CF2 / (1+K) + CF3 / (1+K) + .....+ CFn + Vn / (1+k)n$$

De donde:

CFi = Flujo de efectivo generado por la empresa en el período 1.

Vn = Valor residual de la empresa en el año n

K = Tasa de descuento apropiada para el riesgo de los flujos de fondos

Un procedimiento simplificado para considerar una duración indefinida de los flujos futuros a partir del año “n” es suponer una tasas de crecimiento constante (g) de los flujos a partir de ese período, y obtener el valor residual en el año n aplicando la fórmula simplificada de descuento de flujos indefinidos con crecimiento constante:

$$Vn = CFn+1 / k - g = CFn / k - g (1 + g)$$

A pesar de que los flujos pueden tener una duración indefinida, puede ser admisible despreciar su valor a partir de un determinado período, dado que su

valor actual es menor cuanto más lejano es el horizonte temporal. Por otro lado, la ventaja competitiva de muchos negocios tiende a desaparecer el cabo de unos años.

Los principales métodos de valoración basados en el descuento de los flujos de efectivo más importantes son:

1.- Determinación del Cash flow adecuado para descontar y el balance financiero de la Empresa

Para entender cuales son los cash flows que se pueden considerar en una valoración, en el cuadro siguiente se representa un esquema de las distintas corrientes de fondos que genera un empresa y las tasas de descuento apropiadas para cada flujo:

<b>FLUJO DE FONDOS</b>	<b>TASA DE DESCUENTO APROPIADA</b>
FCF = Flujo de fondos libre	WACC= Costo ponderado de los recursos
Cfac = Flujo de fondos disponibles	Ke = Rentabilidad exigida a las Acciones para accionistas
CFd = Flujo de fondos disponible para deuda	Kd = Rentabilidad exigida a la deuda

Existen tres flujos de fondo básico: el flujo de fondo libre, el flujo de fondos disponibles para los accionistas y el flujo de fondos para los proveedores de deuda.

Para valorar una empresa en su totalidad (Deuda mas acciones) o para calcular el valor de las acciones, se pueden utilizar los siguientes flujos de fondos:

- a) Flujo de fondos libre ( o Free cash flow)
- b) Flujo de fondos disponibles para accionistas
- c) Dividendos

### **El Free Cash Flow**

El Free Cash Flow (FCF) también llamado flujo de fondo libre, es el flujo de fondos operativos, esto es el flujo de fondos generado por las operaciones, sin tener en cuenta el endeudamiento (Deuda financiera) después del impuesto. Es el dinero que quedaría disponible en el empresa después de haber cubierto las necesidades de reinversión en activos fijos y en las necesidades operativas de fondos (NLCG) suponiendo que no existe deuda y que por tanto no hay cargas financieras.

Para calcular los flujos de fondo libres futuros se debe hacer una previsión del dinero que recibiremos y que deberemos pagar en cada uno de los períodos, tal como hacemos con el presupuesto de tesorería. Sin embargo la proyección abarca mayor distancia de tiempo.

La Contabilidad tradicional no puede proveernos directamente de dichos datos porque por una parte utiliza el enfoque de lo devengado y. por otra, porque asigna sus ingresos, costos y gastos basándose en mecanismos que no dejan de ser arbitrarios. Estas dos características de la Contabilidad distorsionan la percepción del enfoque relevante a la hora de calcular flujos de fondos, que debe ser el enfoque de caja, es decir dinero efectivamente recibido o entregado (Cobros y pagos).Sin embargo ajustando la Contabilidad según esta última perspectiva se puede aproximar la cifra de flujo de caja que nos interesa calcular.

A continuación trataremos de identificar los componentes básicos de un flujo libre de fondos con el siguiente ejemplo:

### Cuenta de Resultados de la Empresa Consorcio Textil del Pacífico

	1998	1999	2000
Ventas	63'774,612	80'907850	61'160,754
Costo de mercadería vendida	( 48'581,701)	(62'671,807)	(51'640,744)
Utilidad Bruta	15,192,911	18'236,043	9'520,010
Gastos Operativos	(9'539,727)	(12'794,753)	(12'196,765)
Utilidad de Operación	5'653,184	5'441,290	( 2'676,745)
Otras Gastos e Ingresos	(664,788)	(2'116,859)	(16'907422)
	<hr/>	<hr/>	<hr/>
	4'988,396	3'324,431	19.584,167
Gastos financieros	(11'982,407)	(17'824,757)	(16'441,542)
	<hr/>	<hr/>	<hr/>
<b>Pérdida</b>	<b>(6'994,011)</b>	<b>(14'500,317)</b>	<b>(36'025,709)</b>
	<hr/> <hr/>	<hr/> <hr/>	<hr/> <hr/>

Tomemos el año de la Reestructuración Patrimonial 1999 para calcular Cash Flow Libre, considerando solo la utilidad operativa sin deuda.

Para el cálculo del Cash Flow Libre por definición debemos de partir del beneficio antes de los intereses e impuestos (BAIT).

<b>Flujo de Fondo Libre</b>	<b><u>1998</u></b>	<b><u>1999</u></b>	<b><u>2000</u></b>
<b>Beneficio antes de los intereses e Impuesto</b>	<b>5'653,184</b>	<b>5'441,290</b>	<b>(2'676,745)</b>
<b>Impuesto sobre Beneficio antes de Int. e Imp</b>		<b>1'695,955</b>	<b>1'632.387</b>
<b>Beneficio Neto de la Empresa sin deuda</b>	<b>3'957,228</b>	<b>3'808,903</b>	<b>(2'676,745)</b>
<b>Amortización</b>	<b>8'694,890</b>	<b>7'271,983</b>	<b>17'715,902</b>
<b>Incremento de Activo Fijo</b>	<b>00000000</b>	<b>00000000</b>	<b>00000000</b>
<b>Incremento del Fdo de Operación liquido</b>	<b>(7'960,295)</b>	<b>(25'509,303)</b>	<b>(26'819,425)</b>
<b>CashFlow Libre (sin considerar deudas)</b>	<b>20'612,413</b>	<b>36'590,189</b>	<b>41'858,582</b>

La tasa relevante para el caso de la empresa de la referencia que estamos valorando en su conjunto (deudas mas capital accionario) es la tasa de descuento correspondiente al costo ponderado de los recursos donde se debe considerar la rentabilidad exigida a la deuda y a las acciones en la proporción que financian la empresa.

Para calcular el valor de la empresa a través del free Cash Flow debemos actualizar los libres cash flow de los distintos períodos utilizados como tasa de descuentos el coste promedio ponderado de los recursos, WACC es decir el costo

promedio ponderado de deuda y acciones o costo promedio ponderado de los recursos. Esta tasa se calcula ponderando el costo de la deuda ( $K_d$ ) y el costo de las acciones ( $K_e$ ) en función de la estructura financiera de la empresa.

$$WACC = E, K_e + D, K_d (1-T) / E + D$$

De donde:

D = Valor de mercado de la deuda

E = Valor de mercado de las acciones

$K_d$  = Costo de la deuda antes del impuesto

T = Tasa impositiva

$K_e$  = Rentabilidad exigida a las acciones, que reflejan el riesgo de las mismas

Aplicando a nuestra muestra Corporación Textil del Pacífico tenemos:

$$\begin{aligned} WACC &= E K_e + D K_d (1-T) / E+D \\ &= 21'905,302 \times 0.10 + 133'258,776 \times 0.12 (1-0.30) / 21905302 + 133258776 \\ &= 2'190,530 + 11'193,737 / 155'164,078 \\ &= 13'384,267 / 155'164,078 = 0.0862 = 8.62\% \end{aligned}$$

Para calcular el valor de la empresa a través del free cash flow aplicamos las siguientes fórmulas:

$$E+D = \sum_{i=1}^n FCF_i / (1 + WACC)^i$$

$$E+D = 99'061,184 / (1 + 0.0862)^{12} = 99'061,184 / 2.70 = 36'689,327$$

Observamos que este método tiene una significativa diferencia con relación al anterior de valoración en función del Good Will , quizás porque se han considerados los fondos de operación negativos como parte líquida del negocio.

El método más apropiado para valorar una empresa es el basado en el descuento de flujos de efectivo futuros esperados, ya que el valor de las acciones de una empresa - suponiendo continuidad - provienen de la capacidad de la misma para generar dinero para los propietarios de las acciones; y no depende de la subjetividad del tasador.

Para lograr una correcta valoración es necesario el cálculo concienzudo de los flujos de fondos (o Cash Flow futuros) así como la tasa de descuento apropiada para cada tipo de flujo, según el riesgo de los mismos. Este método es el considerado en el Acuerdo Global de financiación

Una vez determinado el valor de la empresa en crisis, recién se puede determinar si es posible su reflotamiento o su liquidación definitiva.