

00147

LA VALUACIÓN DE NEGOCIOS EN MARCHA.

**TESINA QUE PARA OBTENER EL GRADO DE ESPECIALISTA
EN VALUACIÓN INMOBILIARIA, PRESENTA:**

ARQ. RAFAEL ANTONIO GARCÍA ESTRADA

**DIVISIÓN DE ESTUDIOS DE POSGRADO DE LA FACULTAD
DE ARQUITECTURA**

UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO

MÉXICO, D. F., AÑO 2000



Universidad Nacional
Autónoma de México



UNAM – Dirección General de Bibliotecas
Tesis Digitales
Restricciones de uso

DERECHOS RESERVADOS ©
PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL

Todo el material contenido en esta tesis esta protegido por la Ley Federal del Derecho de Autor (LFDA) de los Estados Unidos Mexicanos (México).

El uso de imágenes, fragmentos de videos, y demás material que sea objeto de protección de los derechos de autor, será exclusivamente para fines educativos e informativos y deberá citar la fuente donde la obtuvo mencionando el autor o autores. Cualquier uso distinto como el lucro, reproducción, edición o modificación, será perseguido y sancionado por el respectivo titular de los Derechos de Autor.

A mis padres y hermanos, con profundo amor.

A mis maestros, con agradecimiento.

LA VALUACIÓN DE NEGOCIOS EN MARCHA

ÍNDICE.

TEMA:	PÁGINA:
I. ANTECEDENTES Y JUSTIFICACIÓN DEL TEMA.	5
II. OBJETIVO.	6
III. EL AVALÚO DEL INMUEBLE COMO NEGOCIO.	7
IV. ÚTILIDAD DEL AVALÚO INMOBILIARIO COMO NEGOCIO.	7
V. EL PAPEL DE LA CONTABILIDAD Y LAS FINANZAS EN EL AVALÚO DE UN INMUEBLE COMO NEGOCIO.	8
VI. CONCEPTOS CONTABLES.	10
• DEFINICIÓN DE ESTADOS FINANCIEROS Y SU FINALIDAD.	10
• CLASIFICACIÓN DE LOS ESTADOS FINANCIEROS.	11
• FINALIDAD DE LOS ESTADOS FINANCIEROS.	13
• LA REEXPRESIÓN DE ESTADOS FINANCIEROS.	15
• LOS ESTADOS FINANCIEROS PRINCIPALES O BÁSICOS.	15
• LOS ESTADOS FINANCIEROS SECUNDARIOS O ACCESORIOS.	30
• EL ANÁLISIS FINANCIERO.	34
VII. CONCEPTOS FINANCIEROS.	39
• PREMISA GENERAL.	39
• LOS CONCEPTOS, ENFOQUES Y MÉTODOS DE VALUACIÓN.	40
• LAS TASAS DE CAPITALIZACIÓN Y DE DESCUENTO.	43
VIII. EL ENFOQUE DE INGRESOS FUTUROS DESCONTADOS.	52
IX. UN CASO PRÁCTICO	71
X. CONCLUSIÓN.	81
XI. BIBLIOGRAFÍA.	83

I. ANTECEDENTES Y JUSTIFICACIÓN DEL TEMA

Es bien sabido que en la valuación inmobiliaria tradicional existen tres grandes métodos para la determinación del valor de un bien, conocidos como el Método del Costo o Índice Físico, el Método de Capitalización de Rentas o de Ingresos y el Método de Mercado o de Análisis de Comparables.

Dichos métodos no tienen el mismo propósito y tampoco son excluyentes entre sí, y su utilización depende exclusivamente de la finalidad del avalúo, lo que se contrapone con la teoría del Valor Único.

Mucho se ha comentado sobre la utilidad de cada método y polemizado sobre la validez de su ponderación entre sí para la determinación del Valor Comercial de un inmueble, asunto que no se discute en este trabajo.

No obstante, sí es preciso mencionar que en el caso de la estimación del valor de inmuebles de uso especializado, como plantas industriales, teatros, cines, estadios y hoteles por citar algunos, cualquiera de los métodos mencionados resulta insuficiente e incompleto, ya que la especificidad de uso de tales bienes, no permite su colocación en un mercado inmobiliario activo, pues su escasa demanda no da origen a la competencia, característica indispensable del mercado activo para cualquier tipo de bien.

En tal virtud, en la valuación de ese género de bienes, debe aplicarse un método que incluye elementos de los tres enfoques anteriores. Este procedimiento es el conocido como **Método del Negocio en Marcha**.

Desde el punto de vista normativo, el valuador inmobiliario es el profesional que debe realizar los análisis y estudios necesarios para estimar el valor de un inmueble como negocio, cuando ello se requiera; sin embargo su perfil profesional -generalmente arquitecto o ingeniero-, lo enfrenta a obstáculos técnicos que le impiden incursionar en ese ámbito.

Tales obstáculos surgen de la necesidad por parte del valuador, de comprender lo más profundamente posible lo relativo a la estructura de una unidad económica, la distribución de los recursos, sus objetivos y las condiciones económicas internas y externas que la afectan, lo que lo obliga necesariamente a contar con conocimientos de administración, tecnología, mercadotecnia, contabilidad y finanzas, disciplinas extrañas a la formación del valuador inmobiliario tradicional en nuestro país.

II. OBJETIVO

De acuerdo con lo comentado, el desempeño del valuador inmobiliario forma parte esencial de una actividad eminentemente económica y por tal, está obligado a involucrarse en el universo de la economía y las finanzas.

Por otra parte, el fenómeno de la globalización económica enfrenta al valuador inmobiliario ante una competencia profesional internacional que lo obliga a contar con una formación multidisciplinaria, especialmente en materia contable y financiera que lo haga técnicamente competitivo.

El objetivo de este documento es proporcionar al valuador inmobiliario algunos conceptos básicos y definiciones contables y financieras, con el propósito de que su comprensión le sirva de ayuda en la valuación de inversiones inmobiliarias como negocio y le permita ofrecer servicios no solamente de valuación, sino también de asesoría inmobiliaria a inversionistas, diversificando su ámbito de acción y enfrentando a la competencia.

Es preciso subrayar que en este trabajo se incluyen conceptos básicos, compilados de diversas fuentes contables, económicas y financieras, seleccionados, ordenados y redactados desde el punto de vista de un valuador inmobiliario, de acuerdo con su experiencia en la materia y dirigido a los profesionales de la misma disciplina, por lo que si bien las definiciones pudieran variar en cuanto a algunos términos con respecto a las de los expertos, ha sido con el propósito de hacerlas más comprensibles, apegándose estrictamente a los conceptos contables y financieros aceptados.

III. EL AVALÚO DE UN INMUEBLE COMO NEGOCIO

Es el método que consiste en la estimación del valor de un bien inmueble, en función de su capacidad para generar ganancias.

Decíamos que en el caso de la estimación del valor de inmuebles de uso especializado, como plantas industriales, teatros, cines, estadios y hoteles por citar algunos, cualquiera de los métodos de valuación tradicionales resulta insuficiente e incompleto, ya que la especificidad de uso de tales bienes, no permite su colocación en un mercado inmobiliario activo, pues su escasa demanda no da origen a la competencia, característica indispensable del mercado activo para cualquier tipo de bien.

IV. UTILIDAD DEL AVALÚO INMOBILIARIO COMO NEGOCIO

En la valuación de un inmueble como negocio existen dos posibilidades:

La estimación del valor de un inmueble para un negocio en marcha, que puede tener entre otros, los siguientes propósitos:

- Determinar el valor de la participación accionaria de los inversionistas.
- La fusión o escisión de empresas.
- Compra-venta.
- Toma de decisiones para la operación futura de la unidad económica.

III. EL AVALÚO DE UN INMUEBLE COMO NEGOCIO

Es el método que consiste en la estimación del valor de un bien inmueble, en función de su capacidad para generar ganancias.

Decíamos que en el caso de la estimación del valor de inmuebles de uso especializado, como plantas industriales, teatros, cines, estadios y hoteles por citar algunos, cualquiera de los métodos de valuación tradicionales resulta insuficiente e incompleto, ya que la especificidad de uso de tales bienes, no permite su colocación en un mercado inmobiliario activo, pues su escasa demanda no da origen a la competencia, característica indispensable del mercado activo para cualquier tipo de bien.

IV. UTILIDAD DEL AVALÚO INMOBILIARIO COMO NEGOCIO

En la valuación de un inmueble como negocio existen dos posibilidades:

La estimación del valor de un inmueble para un negocio en marcha, que puede tener entre otros, los siguientes propósitos:

- Determinar el valor de la participación accionaria de los inversionistas.
- La fusión o escisión de empresas.
- Compra-venta.
- Toma de decisiones para la operación futura de la unidad económica.

V. EL PAPEL DE LA CONTABILIDAD Y LAS FINANZAS EN EL AVALÚO DEL INMUEBLE COMO NEGOCIO

Líneas atrás, comentamos que este método consiste en la estimación del valor de un bien inmueble, en función de su capacidad para generar ganancias a partir de los ingresos esperados y de los egresos necesarios para producirlos.

Para el efecto, se entienden como ingresos:

- Las rentas recibidas y que se recibirán, en el caso de inmuebles que pueden destinarse a su arrendamiento para casas habitación, departamentos, oficinas, etc.
- Los ingresos, en el caso de inmuebles que producen o son susceptibles de producir determinados bienes, como las fábricas, o que prestan o prestarán un servicio específico, tales como hoteles, hospitales, cines, etc.

De lo anterior se infiere que en un avalúo de este género, a diferencia de los otros métodos tradicionales de valuación, existe un elemento básico constituido por el **tiempo, o plazo** en que se generarán dichos **ingresos** y los **egresos** necesarios para producirlos; es decir que las variables con las que trabajará el valuador serán tanto **monetarias** como de **tiempo**.

En tal virtud, las disciplinas dedicadas al estudio de tales elementos y que proporcionarán al valuador las herramientas necesarias, serán principalmente:

LA CONTABILIDAD.-

A través de los estados financieros, obtenemos, entre muchos otros datos, información sobre:

- El origen los recursos.
- Su distribución en las diferentes áreas que componen una unidad económica.
- La proporción entre los diversos factores que constituyen la unidad económica y las posibles medidas preventivas o correctivas para lograr un adecuado equilibrio entre dichos factores.
- Estadísticas sobre la trayectoria o desempeño de la empresa a lo largo del tiempo.
- Los egresos necesarios para producir ingresos, en donde quedan incluidas las inversiones requeridas para colocar la unidad económica en condiciones adecuadas, así como los egresos de operación.

A partir de dicha información, el valuador deberá identificar las cuentas o partidas que deberá utilizar para el cálculo de los flujos netos de operación y estimar la utilidad, la reserva para reposición de activos, el cálculo de las utilidades e impuestos aplicables, así como estar en posibilidad de diseñar un proforma que proponga la tendencia de comportamiento futuro de la unidad económica en un plazo determinado.

LAS FINANZAS.

La valuación del inmueble como negocio, se fundamenta técnicamente en el concepto de Valor Presente de Ingresos Futuros, para lo cual es indispensable el conocimiento de las matemáticas financieras para entender los conceptos de:

- Tasa de Interés,
- Valor Presente,
- Tasa Interna de Retorno (TIR).
- Valor Presente Neto.

Todo ello permitirá al valuador, una vez obtenido el proforma de comportamiento esperado con base en los registros contables de la unidad económica, realizar los análisis de sensibilidad en escenarios macroeconómicos posibles, mediante flujos de efectivo que muestren el valor del dinero en el tiempo (concepto del interés).

VI. CONCEPTOS CONTABLES

DEFINICIÓN DE ESTADOS FINANCIEROS

En términos generales, los estados financieros son documentos formulados por los contadores de una empresa o negocio.

Estado Financiero es un documento fundamentalmente numérico, en cuyos valores se consigna el resultado de haberse conjugado los factores de la producción por una empresa, así como de haber aplicado las políticas y medidas administrativas dictadas por los directivos de la misma, y en cuya formulación y estimación de valores, intervienen las convenciones contables de quien los formula, a una fecha o por un período determinado. (Pérez Harris Alfredo, "Los Estados Financieros: Su Análisis e Interpretación", Edit. Eclasa, México, 1987).

Algunos estados financieros son aplicables indistintamente a empresas y unidades económicas y otros únicamente a empresas.

Se entiende por **unidad económica** al conjunto de activos fijos -terrenos, construcciones, maquinaria y equipo- e intangibles, -patentes, marcas, concesiones y crédito comercial-, ordenados conforme a una tecnología, con el propósito de producir bienes o prestar servicios. Desde el punto de vista contable, en una unidad económica no se incluyen activos circulantes (dinero en efectivo), ni pasivos (adeudos).

Se entiende por **empresa** a la persona física o moral que es propietaria de la unidad económica, responsable de su conducción como negocio en marcha, de responder por sus pasivos y propietaria de los activos circulantes; es decir, que desde el punto de vista contable, en su operación se incluyen activos circulantes y pasivos.

Aún cuando no es el objetivo de este documento profundizar sobre la teoría contable, conviene subrayar que los estados financieros se formulan en apego a los principios fundamentales de la contabilidad, de entre los cuales únicamente mencionamos por su importancia, los siguientes:

- Todos los movimientos contables se realizan en unidades monetarias.
- Los registros se realizan a valores históricos; es decir, en los montos que tienen en el momento en que se realiza la operación.
- Los movimientos se registran en la fecha en que se realizaron.
- Los reportes de movimientos se realizan en períodos de tiempo, generalmente anuales.

A su vez, los estados financieros deben reunir ciertos requisitos de forma, como son:

- *Universalidad.* Que la información que brinden sea clara y accesible, utilizando al efecto terminología comprensible y una estructuración simple.
- *Continuidad.* Que la información que muestren se refiera a períodos regulares.
- *Periodicidad.* Que su elaboración se lleve al cabo en forma periódica; es decir, cada cierto tiempo.
- *Oportunidad.* Que la información que consignent sea rendida oportunamente.

Estados Financieros Proforma.

Este tipo de estados, pueden presentar total o parcialmente situaciones sucedidas o hechos por acaecer, y se preparan con el objeto de presentar la forma en que determinada o determinadas situaciones aún no consumadas pueden modificar la posición financiera de la empresa o de la unidad económica.

Es evidente que, con base en los presupuestos que elabore una empresa, pueden obtenerse estados financieros proforma, debido a que en ellos se observa el plan financiero que consiste, como su mismo nombre lo indica, en presuponer una serie de factores y situaciones con mayor o menor detalle, como base para la realización de operaciones futuras y para el control de las mismas.

La Hoja de Trabajo y la Balanza de Comprobación se pueden considerar como ejemplos de este tipo de estados, pero también pueden producirse proformas de estados financieros básicos en las proyecciones de unidades económicas o empresas.

Estados Financieros Principales o Básicos.

Son aquellos que por la abundancia de cifras informativas e importancia de las mismas, permiten al lector una apreciación global de la Situación Financiera y Productividad de la unidad económica o empresa que los originó, o lo que se espera de las proyecciones formuladas.

Estados Financieros Secundarios o Accesorios.

En virtud de que la información contenida en los estados financieros principales o básicos es suficiente para la obtención de la información financiera requerida por el valuador en la estimación del valor del inmueble como negocio, únicamente se mencionan estos estados para completar al valuador el panorama contable de una empresa.

Los Estados Financieros Secundarios o Accesorios Son aquellos que aclaran y analizan las cifras contenidas en los estados principales. Son necesarios como información complementaria y proporcionan elementos de juicio más extensos. Los estados financieros secundarios son fuente de datos que no obstante estar resumidos en los principales, aquí se aclaran, detallan o analizan, por lo que sus lectores pueden formarse una opinión más definitiva respecto de las características financieras y de operación de la empresa.

En este punto, no hay que confundir ni pretender elevar al rango de estados financieros secundarios las simples relaciones que se preparan para detallar el saldo de algunas cuentas aún cuando éstas acompañen dichos estados.

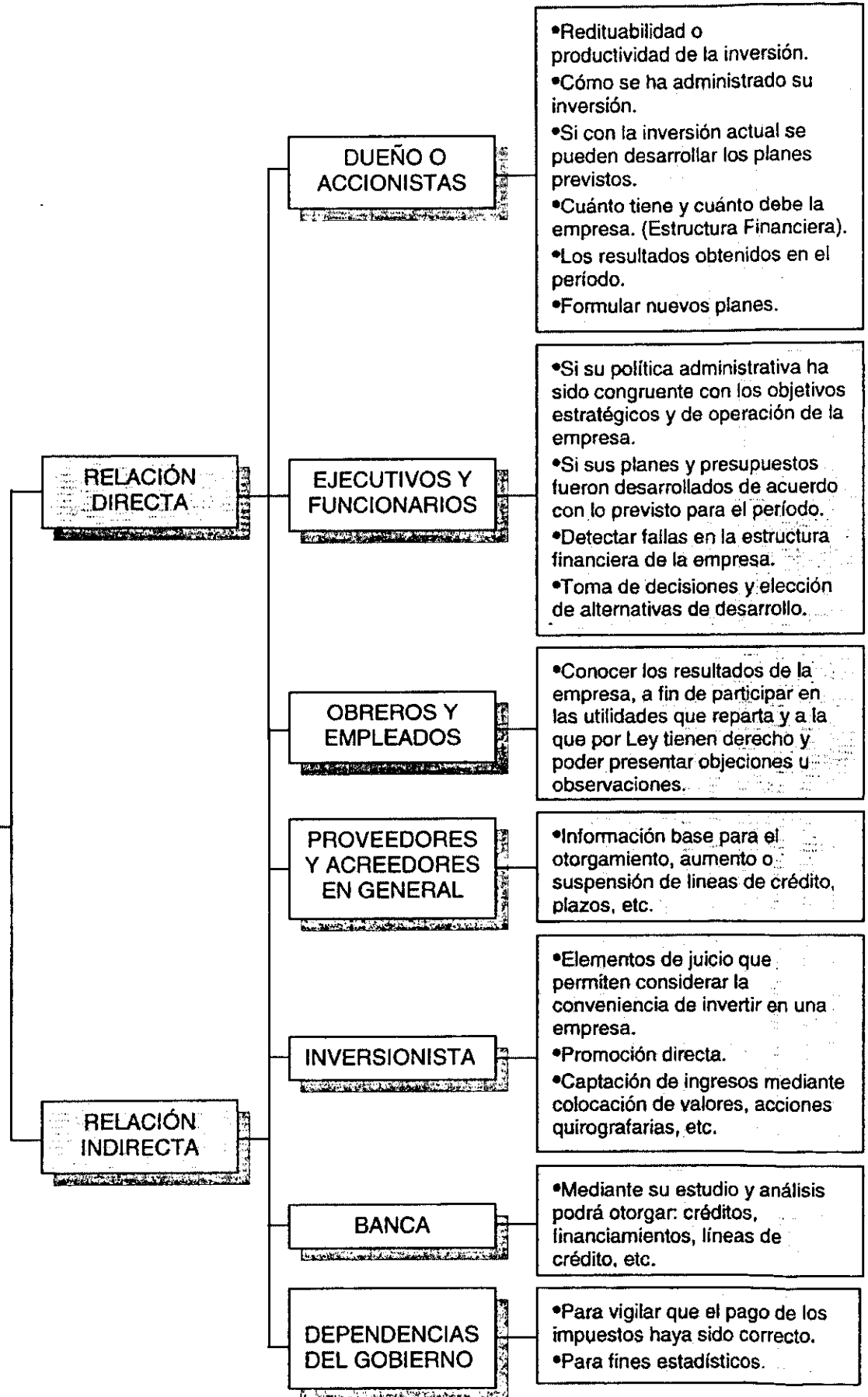
FINALIDAD DE LOS ESTADOS FINANCIEROS

Anteriormente se pensaba que los estados financieros se debían formular para fines y conocimientos exclusivamente del contador de una empresa, ya que estos le permitían conocer si las cuentas del libro mayor habían sido operadas correctamente. De ahí que se estimaran como mera formalidad para cerrar los libros de Contabilidad y para efectos fiscales.

Esta consideración ha evolucionado en su totalidad y actualmente **los estados financieros se preparan con fines eminentemente informativos; la importancia de ellos radica precisamente en la utilidad que pueden brindar como medio de información oportuna, fehaciente y accesible a ejecutivos y accionistas, ya que con base en ellos podrán conocer resultados, tomar decisiones, elaborar planes y proyectos, elegir alternativas, y especialmente en nuestro caso, ayudarnos en la estimación del valor de un inmueble como negocio.**

Generalizando, la información contenida en los estados financieros, básicamente interesa a dos grupos, los que tienen intereses directos en la empresa y aquellos cuya relación es limitada. Basándose en esta consideración, es posible enmarcarlos en la clasificación que a continuación se presenta:

ESTADOS FINANCIEROS



LA REEXPRESIÓN DE ESTADOS FINANCIEROS.

En los países con economías de alta inflación como sucede en nuestro país, el procedimiento contable tradicional, basado en los costos históricos, ha tenido que sustituirse por otros mecanismos, llamados Reexpresión de Estados Financieros, con el objeto de corregir los efectos que provoca la inflación en la información financiera.

El procedimiento más práctico y utilizado a nivel mundial es el denominado Método de Cambios en el Nivel General de Precios.

En México, son el Instituto Mexicano de Contadores Públicos y el Instituto Mexicano de Ejecutivos en Finanzas, A. C., los organismos encargados de establecer las normas a las que deberá apegarse la información financiera.

La reexpresión de estados financieros se ha fundamentado en diversos boletines emitidos entre 1969 y 1983, así como en diversas circulares modificatorias, expedidos por la Comisión de Principios de Contabilidad, dependiente del Instituto Mexicano de Contadores Públicos, siendo el Boletín B-10 el más reciente y vigente, en el que se establecen reglas relativas a valuación y presentación de la información financiera en un entorno inflacionario y es aplicable a toda entidad que prepare estados financieros.

En dicho Boletín se establecen tres métodos de reexpresión:

- a) Método de ajuste al costo histórico por cambios en el nivel general de precios.

Consistente en corregir la unidad de medida empleada para la contabilidad tradicional, utilizando pesos constantes en vez de pesos corrientes, también conocidos como nominales.

- b) Método mixto.

Consiste en aplicar valores de reposición a los rubros de inventarios, así como a los costos o gastos del período asociados con dicho rubro y utilizar indización específica únicamente aplicable a maquinaria y equipo, equipo de cómputo y equipo de transporte y su correspondiente depreciación, de acuerdo con el país de origen de tales bienes, mediante el empleo del índice de precios al consumidor del país correspondiente.

- c) Método de participación.

Aplicable exclusivamente a las inversiones subsidiadas no consolidadas y asociadas.

LOS ESTADOS FINANCIEROS PRINCIPALES O BÁSICOS

Los estados financieros básicos se dividen en:

Estáticos. Aquellos que no presentan movimientos habidos en determinado lapso. Muestran cifras a un momento dado, como es el caso del Estado de Situación Financiera.

Dinámicos. Aquellos que muestran el resultado de movimientos habidos o esperados en determinado plazo, como el caso del Estado de Resultados de Operación y el Estado de Cambios en la Situación Financiera.

TERMINOLOGÍA RECOMENDABLE.

En la formulación de los estados financieros se ha insistido a los contadores en que éstos deberán elaborarse sujetándose a una terminología clara, sencilla y accesible, aún cuando ella no sea ciento por ciento técnica.

La claridad de los términos empleados en la formulación de los Estados Financieros se traduce en la adecuada interpretación que de la información contenida en ellos obtengan los lectores; por tanto, los títulos y nombres de las cuentas que se citen no necesariamente deben corresponder a la denominación que de ellas se tenga en el catálogo de cuentas, ya que si se estima que de cambiar su nombre, éste proporcionará mayor claridad y accesibilidad en los estados, se adoptará el cambio. Esta labor corresponderá siempre al encargado de formularlos conforme con su criterio, ya que no es posible señalar con exactitud la terminología a emplear para cada empresa.

a) Estado de Situación Financiera.

Más conocido como Balance General. Se emplea el primer término por considerarse más adecuado.

Este estado puede formularse en cualquier momento, pero para que cumpla plenamente su función informativa, será necesario elaborarlo al cierre del ciclo económico de la empresa. Los estados que se formulan en los períodos intermedios que pueden llegar a ser hasta diarios, se denominan Estados de Contabilidad o Informes Financieros, en los que se consignan los totales de las cuentas de resultados deudoras y acreedoras. El Estado de Situación Financiera se diferencia de esos informes porque en éstos ya se incluyen los registros de pérdidas y ganancias del período.

GRUPO COMERCIAL MÉXICO, S. A.

ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA AL 31 DE DICIEMBRE DE 1997.
(Cifras en Miles de Pesos).

ACTIVO			PASIVO E INVERSIÓN DE LOS ACCIONISTAS.		
DE TRABAJO (Inversiones circulantes)	%	\$	A CORTO PLAZO (Menos de un año)	%	\$
Efectivo en Caja y Bancos	3.6	100	Proveedores.	3.6	100
Cuentas por Cobrar a Cargo de Clientes (Incluye estimación por incobrabilidad de 10).	10.6	300	Impuestos y Seguro Social por Pagar.	3	10
Mercancías (Costo o Mercado el más bajo).	18.0	500	Anticipos de Clientes.	7	20
Anticipo a Proveedores.	3.6	100		<u>4.6</u>	<u>130</u>
	<u>35.8</u>	<u>1,000</u>			
OTROS ACTIVOS CIRCULANTES			OTROS PASIVOS CIRCULANTES		
Acciones, Bonos y Valores.	3	10	Acreeedores Diversos.	7	20
Deudores Diversos.	7	20			
	<u>10</u>	<u>30</u>	A LARGO PLAZO (Más de un año)		
			Acreeedor Hipotecario.	35.8	1,000
MOBILIARIO PLANTA Y EQUIPO			PRODUCTOS COBRADOS POR ADELANTADO.		
Mobiliario de Oficina (Incluye depreciación por 20).	6.5	180	Rentas cobradas por adelantado	1.8	50
Equipo de Transporte (Incluye depreciación por 10).	3.2	90			
Edificio (Incluye Depreciación por 50).	21.2	600	INVERSIÓN DE LOS ACCIONISTAS Y RESULTADOS OBTENIDOS.		
Terreno.	18.0	500	Mil acciones comunes al portador con Valor Nominal de \$ 1,000 c/u.	35.8	1,000
Patentes y Marcas.	9.0	250	Utilidades Acumuladas.	14.2	400
	<u>57.9</u>	<u>1,620</u>	Utilidad del Período.	7.1	200
GASTOS Y PAGOS ANTICIPADOS				<u>57.1</u>	<u>1,600</u>
Intereses Pagados por Adelantado.	7	20	TOTAL	<u>100.0</u>	<u>2,800</u>
Renta Pagada por Adelantado.	1.0	30			
Gastos de Instalación (Incluye estimación para Amortización de 20)	3.6	100			
	<u>5.3</u>	<u>150</u>			
TOTAL	<u>100.0</u>	<u>2,800</u>			

El esquema de estructuración del ejemplo anterior busca dar énfasis a la productividad de la empresa, mostrando al efecto aquellos valores tanto propios como ajenos que están colaborando estrechamente para que la misma pueda lograr la realización de su giro propio. De igual forma pretende destacar qué valores no están contribuyendo a que la empresa consiga su objetivo.

Asimismo, se ha sustituido cierta terminología tradicional por otra que se considera más accesible en un intento de hacer más entendible este estado.

Las características que deberán reunir los conceptos que integran sus diversos capítulos, se indican a continuación.

- **Activo de Trabajo (Inversiones Circulantes).**

Agrupará conceptos o cuentas que representen recursos o disponibilidades sin limitación alguna o bien a aquellos que coadyuven de una forma directa a lograr el fin propio de la empresa. Deberán tener como condición una pronta recuperabilidad y estarán clasificados conforme a su mayor disponibilidad.

- **Otros activos Circulantes.**

Comprende activos que aún teniendo la característica de circulantes no intervengan en forma directa para que la empresa logre sus objetivos primordiales. Ejemplo:

1. Préstamos a funcionarios y empleados.
2. Deudores diversos.
3. Saldos a cargo de clientes o documentos por cobrar provenientes de operaciones ajenas al giro propio de la empresa.
4. Depósitos en garantía.
5. Inversiones a corto plazo ajenas a la actividad propia de la empresa con o sin fin especulativo (en caso financiero, pueden integrarse al activo de trabajo).

- **Mobiliario, Planta y Equipo.**

Con este capítulo se pretende indicar con más precisión lo que tal grupo de cuentas representa. Su empleo, se cree, resulta más informativo que el tradicional del Activo Fijo.

Las estimaciones para las depreciaciones se incluyen en los saldos de las cuentas que muestran valores netos.

Esta modalidad permite simplificar notablemente la estructura del estado; sin embargo, no permite conocer el total de la depreciación habida.

Su principal característica es que se trata de inversiones en bienes no destinados a la venta y cuya permanencia en la empresa es a largo plazo ya que servirán para que ésta tenga capacidad de comercializar, fabricar o prestar algún servicio.

Las inversiones que con ánimo de control se efectúen en acciones de otras empresas o compañías afiliadas deberán de mostrarse al igual que los activos fijos intangibles en las últimas secciones de este capítulo.

- **Gastos y Pagos Anticipados.**

La adopción que se haga de esta denominación en sustitución de la de cargos diferidos permitirá al lector tener una idea más clara de lo que este grupo consigne.

Su integración se forma con activos que no intervienen en forma directa para lograr el objetivo propio de la empresa; por ejemplo:

1. Gastos anticipados (renta, seguros).
2. Pagos anticipados (papelería, publicidad, instalaciones).

La separación que se hace de Gastos y Pagos se fundamenta en que su naturaleza es distinta. Un gasto anticipado, crea un derecho futuro normalmente regido por un contrato, que permite el uso o disfrute de una cosa, este gasto en la mayoría de los casos puede recuperarse total o parcialmente si se rescinde el contrato que lo motivó. Un pago anticipado es una erogación hecha, sujeta a una aplicación a través de varios períodos y generalmente no tiene recuperación.

La clasificación de dicho capítulo, se efectuará conforme a la mayor disponibilidad de los diferentes conceptos que lo integran, pudiendo quedar en la siguiente forma:

- a) Gastos Anticipados.
- b) Pagos Anticipados (Neto).

- **Pasivo e Inversión de los Accionistas. ***

El calificativo dado a tal sección se considera más indicativo que el usado tradicionalmente de pasivo y capital, ya que busca facilitar la interpretación de su contenido.

* La inversión de los accionistas también se conoce como patrimonio de la empresa.

- **A Corto Plazo (menos de un año).**

Esta denominación al reemplazar a la de Pasivo Circulante, pretende indicar de manera acentuada el plazo al que se refiere. Las cuentas que mostrará serán clasificadas en atención a su mayor exigibilidad, considerando, según las circunstancias, la posibilidad de segregar aquellos pasivos contraídos por operaciones ajenas al propio giro de la empresa, mismos que se presentarán en el grupo de "otros pasivos o cuentas por pagar a corto plazo."

Para efectos de análisis, ambos capítulos de pasivo se fusionan siempre y cuando no se mezclen deudas a plazo mayor de un año en cuyo caso se integrarían al pasivo a largo plazo.

El separar los pasivos de esa forma permite conocer de manera inmediata el monto de los mismos a corto plazo por las operaciones normales de la empresa. Asimismo, mostrará aquellos que hayan sido contraídos por actividades ajenas a la empresa.

- **A largo Plazo (más de un año).**

Al sustituir con dicho nombre al usual de Pasivo Fijo se logra una identificación superior de lo que este capítulo consigne. Los pasivos a largo plazo principalmente se componen de:

- a) Acreedor Hipotecario.
- b) Documentos por Pagar.

- **Productos Cobrados por Adelantado.**

La denominación aquí utilizada sustituye a la de Créditos Diferidos y mostrará cuentas que tengan tal característica, ejemplo: intereses cobrados por adelantado.

- **Inversión de los Accionistas y Resultados Obtenidos.**

El empleo del término "capital" que se utiliza para denominar este grupo no resulta muy preciso, sin embargo, se puede interpretar como "inversión" y debido a que inversión es lo que precisamente realiza el dueño o accionistas de una empresa, dicha condición permite canjear el apelativo utilizado tradicionalmente por el de "Inversión de los Accionistas". Asimismo, este capítulo deberá mostrar los resultados habidos en el ejercicio y en ejercicios anteriores. Tal situación requiere indicarse, lo cual se logra con el agregado "Resultados obtenidos".

No debe pasarse por alto que un estado financiero, en este caso el de Situación Financiera, debe acompañarse de relaciones, notas o anexos de todas aquellas cuentas o conceptos que se considere necesario explicar bien porque se prestan a confusión o bien, porque se requiera aclarar determinada política que la empresa ha seguido para su presentación.

Las relaciones que se sugieren anexar, son la de Clientes, Inventarios, Deudores Diversos, Documentos por Pagar. Proveedores y Documentos por Pagar, juzgando el contador encargado de formular los estados financieros, la necesidad de incluir otras, de acuerdo con la cuantía de sus saldos y su importancia.

Un estado configurado con los lineamientos expuestos permitirá a sus lectores observar rápidamente un panorama general de la empresa, ya que fácilmente identificarán con lo que ésta dispone para sus operaciones propias del giro, sus inversiones en activos fijos, y en otros activos circulantes derivados de operaciones ajenas, pasivos, generados por y para la obtención de elementos necesarios para su operación, pasivos contraídos por financiamiento a largo plazo, otros pasivos derivados de operaciones ajenas al giro propio y productos cobrados por adelantado.

Es recomendable que en la configuración del mismo se presenten las cifras cerradas a pesos, decenas o centenas de pesos, propiedad que permite memorizarlas más fácilmente. El uso de porcentajes para las cantidades mostradas en él, es benéfico para sus lectores, ya que les permite comparaciones inmediatas entre los diversos valores que lo componen.

b) El Estado de Resultados de Operación.

Es un documento que reúne las características de principal y dinámico. Junto con el de situación financiera, permite apreciar el estado en que se encuentra una empresa y la productividad que ha tenido en cierto período; es dinámico porque abarca un cierto tiempo en la vida de la misma; es decir, muestra los resultados de los movimientos habidos entre dos fechas.

Las diversas denominaciones que tiene, entre ellas la de "Estado de Pérdidas y Ganancias", no resulta suficientemente ilustrativa, ya que es obvio que una empresa pierda siempre y cuando efectúe gastos y no obtenga ingresos, o bien, en virtud de lo exagerado de aquellos en comparación con sus ingresos. De igual manera, las ganancias de una empresa son motivadas por los ingresos que la misma tenga, siempre y cuando sean superiores a sus costos y gastos. En ambas situaciones, lo que el estado de referencia muestra son resultados de su operación y denominarlo así permite precisar más a lo que se refiere.

La presentación de ese estado tiene dos modalidades.

- a) Condensada.
- b) Analítica.

La forma condensada indica solamente los totales habidos en las cuentas que registren ingresos y egresos. La diferencia entre unas y otras será la utilidad o pérdida habida. Esta presentación permite conocer rápidamente los conceptos que implican ingresos y egresos. Se recomienda la inclusión de porcentajes y el cierre de cifras, ya que facilitan su interpretación. (Ver ejemplo).

Su capacidad informativa se mejora notablemente si se le agregan notas, relaciones o anexos que detallen algunos conceptos que se estime necesario aclarar.

En la siguiente página se muestra un ejemplo de estado de resultados de operación.

GRUPO COMERCIAL MÉXICO, S. A.

ESTADO DE RESULTADOS DE OPERACIÓN

PERÍODO COMPRENDIDO DEL 1° DE ENERO AL 31 DE DICIEMBRE DE 1997.

(Cifras en Miles de Pesos).

	\$	%
Ventas Totales (Exclusivamente las del giro propio).	1,000	105
Menos:		
Devoluciones y Rebajas	50	5
Ventas Netas:	950	100
Menos:		
Costo de lo Vendido:	450	47
Utilidad Bruta (Ventas Netas menos Costos);	500	53
Menos:		
Gastos de Operación (Exclusivamente los normales y propios de la empresa).		
De Venta:	150	16
De Administración	100	11
Utilidad de Operación:	250	26
Otros Gastos:	50	5
UTILIDAD NETA: (Antes de Impuestos)	200	22

- **Ventas Totales:**

Esta sección mostrará únicamente las ventas logradas en el desarrollo de la actividad propia de la empresa, de tal suerte que no se incluirán ventas por otros conceptos. En caso de existir, serán llevadas al capítulo de otros ingresos y gastos.

Es necesario que las ventas se presenten totales, a fin de indicar las devoluciones y rebajas habidas, que ciertamente son un dato interesante para el lector, ya que al conocer su volumen podrá elevar entre otros, la actuación del departamento de ventas, control de calidad, embarques, reparto, etc.

- **Costo de lo Vendido.**

Es el costo de la mercancías o productos vendidos y facturados durante el período o ejercicio al cual corresponden las ventas hechas. Su determinación requiere el empleo de la fórmula del "Costo de lo Vendido", por lo que es recomendable que se elabore por separado un estado que muestre su desarrollo y mostrar en el de resultados de operación sólo el total del costo.

- **Gastos de Operación.**

Gastos de Venta, de Administración y Financieros.

Los gastos que efectúa una empresa tienen dos orígenes básicamente, los que permiten darle capacidad de servicio, operación y venta que son los gastos de venta y los que le son ocasionados para dirigirla y administrarla, que son los gastos de administración.

Gastos fuera de estas actividades se llegan a causar por la necesidad que tenga la empresa de créditos de financiamiento, erogaciones que reciben el nombre de gastos financieros. Estos tres conceptos de gasto deben de estar clasificados en cuentas destinadas para cada uno de ellos; siempre deberán referirse a desembolsos propios de la empresa y estarán estrictamente ligados a la actividad y finalidad para la que fue creada.

Los conceptos de egresos indicados al operar deductivamente de las ventas netas permiten obtener la utilidad de operación. Determinada ésta, es necesario aumentarle los ingresos habidos por operaciones ajenas a la empresa (otros ingresos) y disminuirle los egresos motivados también por operaciones ajenas (otros gastos). El resultado que así se obtendrá, será la utilidad o pérdida neta. En el caso de la primera, es conveniente señalar que es antes del impuesto sobre la renta y de la participación de utilidades a los trabajadores.

Este estado también se puede preparar en forma analítica, en cuyo caso se detallarán tanto los conceptos de ingresos como los de egresos, indicando partidas homogéneas de ellos o bien subcuentas de los mismos. Tal modalidad se considera poco práctica, ya que es fácil que el lector se confunda entre las numerosas cifras que se tendrían que mostrar.

c). Estado de Cambios en la Situación Financiera.

Estado principal y dinámico, conocido con diversas denominaciones, entre ellas: De Origen de Aplicación de Recursos, Estado de Aplicación de Fondos, etc. W. A. Paton en su "Manual del Contador" dice: "El estado de aplicación de fondos es un medio para resumir los cambios en las condiciones financieras que se experimentan como consecuencia de las operaciones practicadas en determinado período".

Su formulación permite junto con los otros estados Financieros principales obtener:

1. Un Informe Financiero.
 - a) De todas las actividades de la empresa, desde su fundación. (El estado de Situación Financiera).
 - b) Del último ejercicio (El estado de cambios en la Situación Financiera).
2. Un Informe de Operaciones.
 - a) Del último ejercicio. (El estado de Resultados de Operación).

No solo los movimientos de efectivo modifican la situación Financiera de una empresa, sino que también existen partidas distintas al numerario que intervienen en dicha modificación. Una compra a crédito, la materia prima que se entrega para la producción, la depreciación, la amortización, la capitalización del pasivo, la consolidación de pasivo circulante, el simple transcurso del tiempo, hace que el pasivo a largo plazo se vaya transformando en pasivo a corto plazo. Todos los anteriores sucesos, constituyen ejemplos de casos en que la situación financiera de una empresa se modifica sin que haya entradas ni salidas de efectivo.

Este estado mostrará las partidas entre dos fechas (pueden ser las del cierre de dos ejercicios) que sufrieron alguna modificación considerando para tal efecto, cuáles presentan para la empresa un origen de recursos y la aplicación que se hizo de ellos. La base para su formulación es el Estado de Situación Financiera, elaborado en forma comparativa, documento que permite se determinen cambios habidos tanto en aumentos como en disminuciones.

Este estado por su forma y contenido, es particularmente útil para los profanos en cultura contable, los que de ordinario observan que a pesar de haber utilidades suficientes, según muestra el Estado de Pérdidas y Ganancias, cada vez les es más difícil pagar sus cuentas, porque su numerario es cada vez menor. Esto hace que dichas personas duden que realmente obtuvieron utilidades; y si es que realmente se obtuvieron, preguntan: ¿Qué ha sido de las utilidades y dónde se encuentran?.

A continuación se presenta un estado de situación financiera comparativo, donde se han determinado cambios en sus valores con objeto de que sirvan de base para ejemplificar posteriormente al de cambios en la situación financiera.

COMPAÑÍA INTERCONTINENTAL,

ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA COMPARATIVO.

EJERCICIOS TERMINADOS EL 31 DE DICIEMBRE DE 1996 Y 1997.

(Cifras en Miles de Pesos).

	VALORES				CAMBIOS			
	31/DIC./1996		31/DIC/1997		AUMENTOS		DISMINUCIONES	
	\$	%	\$	%	\$	%	\$	%
ACTIVO DE TRABAJO								
Efectivo en Caja y Bancos	120	4.6	100	3.5			20	57.1
Cuentas por Cobrar								
A cargo de clientes	290	11.1	300	11.4	10	3.4		
Mercancías	1,000	38.0	1,100	38.1	100	34.5		
	<u>1,410</u>	<u>53.7</u>	<u>1,500</u>	<u>53.0</u>	<u>110</u>	<u>37.9</u>	<u>20</u>	<u>57.1</u>
Otros activos Circulantes								
Acciones Bonos y Valores	10	0.4	10	0.4				
Deudores Diversos	25	1.0	20	0.7			5	14.3
	<u>35</u>	<u>1.4</u>	<u>30</u>	<u>1.1</u>			<u>5</u>	<u>14.3</u>
MOBILIARIO PLANTA Y EQUIPO								
Mobiliario de Oficina	150	5.7	200	7.0	50	17.2		
Equipo de Transporte			100	3.5	100	34.5		
Edificio	1,000	38.0	1,000	34.7				
	<u>1,1.150</u>	<u>43.7</u>	<u>1,300</u>	<u>45.2</u>	<u>150</u>	<u>51.7</u>		
GASTOS Y PAGOS ANTICIPADOS								
Rentas Pagadas por adelantado	30	1.2	20	0.7			10	2.86
Publicidad pagada por adelantado			30		30	10.4		
	<u>30</u>	<u>1.2</u>	<u>50</u>	<u>0.7</u>	<u>30</u>	<u>10.4</u>	<u>10</u>	<u>28.6</u>
TOTAL:	<u>2,625</u>	<u>100.0</u>	<u>2,880</u>	<u>100.0</u>	<u>290</u>	<u>100.0</u>	<u>35</u>	<u>100.0</u>

PASIVO, INVERSIÓN DE LOS ACCIONISTAS Y ESTIMACIÓN PARA DEPRECIACIÓN.

(Cifras en Miles de Pesos).

	1996		1997		AUMENTOS		DISMINUCIONES	
	\$	%	\$	%	\$	%	\$	%
A CORTO PLAZO								
Proveedores	90	3.4	100	3.5	10	3.8		
Impuesto por Pagar	5	0.2	10	0.4	5	1.9		
Anticipos de Clientes			20	0.7	20	7.5		
	<u>95</u>	<u>3.6</u>	<u>130</u>	<u>4.6</u>	<u>35</u>	<u>13.2</u>		
Otros Pasivos Circulantes								
Acreeedores Diversos	30	1.2	20	0.7			10	100.0
	<u>30</u>	<u>1.2</u>	<u>20</u>	<u>0.7</u>			<u>10</u>	<u>100.0</u>
A LARGO PLAZO								
Acreeedor Hipotecario	1,000	38.0	1,000	34.7				
PRODUCTOS COBRADOS POR ADELANTADO.								
Rentas cobradas por adelantado			50	1.7	50	18.8		
			<u>50</u>	<u>1.7</u>	<u>50</u>	<u>18.8</u>		
INVERSIÓN DE LOS ACCIONISTAS Y RESULTADOS OBTENIDOS								
Cien Acciones Comunes al Portador con Valor Nominal de \$ 1,000.00 c/u.	1,000	38.0	1,000	34.7				
Utilidades Acumuladas	440	16.9	440	15.3				
Utilidades del Período (Después de Impuestos)			160	5.5	160	60.4		
	<u>1,440</u>	<u>54.9</u>	<u>1,600</u>	<u>55.5</u>	<u>160</u>	<u>60.4</u>		
ESTIMACIÓN PARA DEPRECIACIÓN								
De Mobiliario de Oficina	15	0.6	20	0.7	5	1.9		
De Equipo de Transporte	5	0.2	10	0.4	5	1.9		
De Edificio	40	1.5	50	1.7	10	3.8		
	<u>60</u>	<u>2.3</u>	<u>80</u>	<u>2.8</u>	<u>20</u>	<u>7.6</u>		
TOTAL	<u>2,625</u>	<u>100.0</u>	<u>2,880</u>	<u>100.0</u>	<u>265</u>	<u>100.0</u>	<u>10</u>	<u>100.0</u>

Lá obtención de recursos y su aplicación se basa en las siguientes reglas:

ORIGEN DE RECURSOS:

- a) Utilidad de la Empresa.
- b) Disminuciones de Activo.
- c) Aumentos en la Inversión de los Accionistas y Utilidades Acumuladas.
- d) Aumentos en el Pasivo.

APLICACIÓN DE RECURSOS.

- a) Aplicación a Pérdidas Habidas.
- b) Aumento de Activo.
- c) Disminución en la Inversión de los Accionistas y Utilidades Acumuladas.
- d) Disminución en el Pasivo.

A continuación se muestran dos modelos de Estado de Cambios en la Situación Financiera, basados en el Estado de Situación Financiera Comparativo antes mostrado.

COMPAÑÍA INTERCONTINENTAL,

ESTADO DE CAMBIOS EN LA SITUACIÓN FINANCIERA. EJERCICIO COMPRENDIDO DEL 1° DE ENERO AL 31 DE COMPARATIVO. EJERCICIOS TERMINADOS EL 31 DE DICIEMBRE DE 1997

(Cifras en Miles de Pesos).

ORIGEN DE RECURSOS		
	\$	%
RECURSOS PROPIOS		
Utilidad del Ejercicio (Después de Impuestos).	160	53.3
Disminución del Efectivo en Bancos	20	6.7
Cobros a Deudores Diversos	5	1.7
Aplicación de Rentas Devengadas	10	3.3
INCREMENTO A LAS DEPRECIACIONES DE:		
Mobiliario y Equipo de Oficina.	5	1.7
Equipo de Transporte	5	1.7
Edificio	10	3.3
RECURSOS AJENOS		
Aumentos de Saldos de Proveedores	10	3.3
Aumentos de Impuestos por Pagar	5	1.7
Anticipos Recibidos de Clientes	20	6.6
Rentas Cobradas por Adelantado	50	16.7
TOTAL DE RECURSOS OBTENIDOS	300	16.7

APLICACIÓN DE RECURSOS

EN AUMENTO DE ACTIVO		
Cuentas por Cobrar	10	3.3
Mercancías	100	33.4
Compras de Mobiliario y Equipo de Oficina	50	16.7
Compras de Equipo de Transporte	100	33.4
Publicidad Pagada por Adelantado	30	9.9
EN DISMINUCIÓN DE PASIVO		
Pagos hechos a acreedores Diversos	10	3.3
TOTAL DE RECURSOS APLICADOS	300	100.0

**ESTADO DE CAMBIOS EN LA SITUACIÓN FINANCIERA.
EJERCICIO COMPRENDIDO
DEL 1° DE ENERO AL 31 DE COMPARATIVO.
EJERCICIOS TERMINADOS EL 31 DE DICIEMBRE DE 1997**

(Cifras en Miles de Pesos).

CAPITAL DE TRABAJO GENERADO POR:

Utilidad Habida	160
Cargos a resultados que no requirieron la utilización de Capital de Trabajo:	
Depreciaciones y Amortizaciones	20
Capital de Trabajo Generado por las Operaciones	180
Total de Capital de Trabajo Generado	<u>180</u>

CAPITAL DE TRABAJO UTILIZADO EN:

Adquisiciones de Propiedades, Planta y Equipo	150
Aumentos en Cargos Diferidos (Neto)	20
Total de Capital de Trabajo Utilizado	<u>170</u>

Aumento Neto en Capital de Trabajo	<u>10</u>
------------------------------------	-----------

AUMENTOS (DISMINUCIONES) EN EL CAPITAL DE TRABAJO

ACTIVOS:

Caja y Bancos	(20)
Documentos y Cuentas por Cobrar (Neto)	5
Inventarios	100

SUBTOTAL:	<u>85</u>
-----------	-----------

PASIVO:

Proveedores y Acreedores (Neto)	---
Impuestos por Pagar	5
Anticipo de Clientes y Rentas Cobradas por adelantado	70

SUBTOTAL:	<u>75</u>
-----------	-----------

Aumento Neto en Capital de Trabajo	<u>10</u>
------------------------------------	-----------

CONCLUSIÓN.

En la configuración de los tres estados principales tratados, es conveniente comentar que es labor obligada de los profesionales de la Contaduría Pública el unificar al máximo posible el significado de los términos básicos de uso general, y asimismo; procurar también que la terminología empleada en los estados financieros, fuere clara, concisa y descriptiva en el mayor grado posible, pues las personas a quienes va destinada la información respectiva, no están obligadas a dominar la técnica de la contabilidad.

ESTADOS FINANCIEROS SECUNDARIOS O ACCESORIOS.

Son aquellos que sin contener los datos necesarios para considerarlos como principales, sí reúnen las características particulares de un estado financiero, razón por la que se les denomina secundarios. Este tipo de estado brinda una información más completa, amplia y detallada sobre lo ya informado en los principales; se derivan de éstos y proporcionan al lector cifras más claras, analíticas y completas.

La información que se puede obtener de los estados financieros principales se aumenta notablemente si los mismos se acompañan de los secundarios, ya que su misión es ampliar la información proporcionada en los principales, y éstos, no obstante su común característica de expresión, llenan diferentes cometidos, puesto que expresan ideas distintas. Mientras que el balance se considera como un documento que revela la situación financiera de una empresa en un momento determinado, el estado de pérdidas y ganancias muestra en forma condensada las operaciones practicadas por la empresa durante cierto período de operaciones.

Su clasificación es la siguiente:

- a) Estado de Costo de Producción.
- b) Estado de Costo de lo Vendido.
- c) Estado de Movimientos de Capital Contable.

a) El Estado de Costo de Producción.

Para las empresas fabriles, por su forma de operar, o sea, la obtención de un artículo manufacturado, es necesaria la formulación de un estado que indique el costo de lo invertido en la fabricación; este documento se conoce con el nombre de estado de costo de producción y concretamente muestra lo que ha costado producir algo.

Los costos y la naturaleza de los componentes que intervienen en la manufactura de un producto son muy variados, es su oportuno y adecuado registro en la contabilidad lo que permite conocerlos. Estos datos son indispensables para determinar los resultados habidos en la empresa. El estado de costo de producción muestra cuáles han sido los elementos que han integrado el costo de producción y su importe; ésta situación lo coloca en un plano de importancia para una empresa industrial y su preparación revestirá especial cuidado, ya sea por la forma en que se estructura como por los términos que en él se emplean.

La disposición de este documento desarrolla una fórmula que no permite modalidades en la ordenación de los elementos que lo integran, pero sí es posible que éstos se presenten procurando una mayor claridad y empleando términos de mayor accesibilidad para lo lectores.

El desarrollo de la fórmula del costo de producción es como sigue:

	Inventario Inicial de Materias Primas
Más:	Compras Netas
Menos:	Inventario Final de Materias Primas
Igual a:	Materia Prima Utilizada
Más:	Mano de Obra Directa a la Producción
Igual a:	Costo Primo
Más:	Gastos de Producción
Igual a:	Costo de Manufactura
Más:	Inventario Inicial de Producción en Proceso
Menos:	Inventario Final de Producción en Proceso
Igual a:	COSTO DE PRODUCCIÓN TERMINADA.

En algunas empresas industriales, el estado de costo de producción lo fusionan con el Estado de Costo de lo Vendido para producir de esa manera un nuevo estado que denominan Estado que muestra el costo de producción y venta, en el que se consigna tanto el costo de la producción como el costo de lo vendido. (Ver el siguiente ejemplo).

INDUSTRIAS DEL GOLFO, S. A.

ESTADO QUE MUESTRA EL COSTO DE PRODUCCIÓN Y VENTA HABIDO EN EL EJERCICIO COMPRENDIDO DEL 1° AL 30 DE AGOSTO DE 1998.

	\$
Inventario Inicial de Materias Primas	38,429.00
Más:	
Compras Netas	218,399.00
	256,828.00
Menos	
Inventario Final de Materias Primas	72,000.00
Materia Prima Utilizada en el Período	184,828.00
Más	
Mano de Obra Directa	136,500.00
	321,328.00
Costo Primo	
Más	
Gastos Indirectos de Producción	361,367.00
	682,695.00
Costo de Manufactura	
Más	
Inventario Inicial de Producción en Proceso	116,346.00
Menos	
Inventario Final de Producción en Proceso	222,000.00
	577,041.00
Costo de Producción Habida	
Más	
Inventario Inicial de Artículos Terminados	215,840.00
	792,881.00
SUMA	
Menos	
Inventario Final de Artículos Terminados	325,000.00
Costo de Producción y Venta.	487,881.00

Esta práctica no es recomendable debido a que se han mezclado elementos que si bien tienen fines similares, -la determinación de los resultados del ejercicio-, su misión informativa es distinta.

b) Estado de Costo de lo Vendido.

Este estado señala lo que ha costado vender algo, la denominación resulta bastante indicativa de su contenido en virtud de mostrar cuales han sido y a cuánto han ascendido las erogaciones necesarias para adquirir las mercancías destinadas a la venta. (Véase Costo de lo Vendido).

No deberá incluir costos ajenos a la actividad propia de la empresa, es decir, no deberá incluir costos de artículos que no hayan sido adquiridos para que la empresa practique las operaciones que constituye su giro propio. Su elaboración se basa en la aplicación de la fórmula del costo de lo vendido que es como sigue:

	Inventario Inicial de Mercancías
Más:	Compras Netas (costo de Producción en Industrias)
Menos:	Inventario Final de Mercancías
Igual a:	COSTO DE LO VENDIDO.

Es recomendable que tanto los inventarios iniciales como finales se presenten por secciones, departamentos o divisiones. En el caso de que éstos sean numerosos, el empleo de anexos ampliará la demanda de información al respecto.

La formulación que se haga de este documento en forma acumulativa mes por mes, proporcionará al lector mayores elementos para juzgar el comportamiento del costo de lo vendido. El formato que bajo estas características se le podría dar es el siguiente:

INDUSTRIAS LA PANAMERICANA. S. A.				
ESTADO QUE MUESTRA EL COSTO DE LO VENDIDO POR EL PERÍODO COMPRENDIDO DEL 1° DE ENERO AL 31 DE AGOSTO DE 1998.				
CONCEPTO:	DE ENERO A JULIO:	AGOSTO:	TOTAL ACUMULADO	PORCENTAJE ACUMULADO

c) El estado de Movimientos del Capital Contable.

Se entiende por capital contable, la diferencia que existe entre el Activo y el Pasivo; es decir, el excedente del primero sobre el segundo, diferencia que al iniciarse la empresa está representada por su capital pagado o inversión de los accionistas. Esta inversión, al cabo de cierto tiempo, sufre modificaciones debidas principalmente a lo siguiente:

- a) Utilidad Habida.
- b) Pérdida Habida.
- c) Creación o Incremento de Reserva legal o estatutarias.
- d) Aumentos o Disminuciones en la Inversión de los Accionistas (Capital Social Pagado).

La formulación de este estado permite analizar los movimientos habidos en la inversión de los accionistas, utilidades distribuidas o no en el ejercicio de que se trate, reservas estatutarias y utilidades obtenidas.

Su construcción tiene los siguientes lineamientos:

	Inversión de los Accionista al Iniciarse el Ejercicio
Más:	Reserva Legal Otras Reservas Estatutarias o de Capital Utilidades por Distribuir (Detallar los años)
Menos.	Pérdidas Acumuladas (Detallar Años)
Igual a:	Utilidad del ejercicio (o pérdida del mismo, en cuyo caso la misma opera deductivamente) Incremento de las Reservas legal y estatutarias
Menos:	Dividendos Decretados a Accionistas Aplicaciones a las Reservas Legal y estatutarias
Igual a:	CAPITAL CONTABLE AL TERMINAR EL EJERCICIO.

Finalmente, es conveniente aclarar que algunos autores emplean el término "SUPERAVIT" en diversas modalidades para designar la diferencia entre la inversión de los accionistas y el capital contable. El empleo de tal término se considera que puede originar confusiones. Al respecto, el Instituto Mexicano de Contadores Públicos, A. C., sugiere el empleo de los siguientes términos que sustituyen cualquier modalidad de "SUPERAVIT":

- Aportaciones Adicionales de Socios Accionistas.
- Utilidades Retenidas en el Negocio.
- Revaluaciones de Activo.
- Aportaciones no reembolsables de Terceros.
- Utilidad del Ejercicio.

EL ANÁLISIS FINANCIERO

OBJETIVOS:

El objetivo del análisis de los estados financieros es la obtención de suficientes elementos de juicio para apoyar las opiniones que se hayan formado con respecto a los detalles de la situación financiera y de la productividad de la empresa.

Es la preparación que se hace de los estados financieros formulados previamente y la determinación de las relaciones que se establecen entre sus valores a efecto de que los datos obtenidos sirvan para un fin inmediato posterior que es el de su interpretación.

INFORMACIÓN PREVIA AL ANÁLISIS.

Previo a la iniciación de los trabajos de análisis, será necesario efectuar una serie de investigaciones de naturaleza cualitativa, que obviamente no se desprenden de los estados financieros. El resultado de ellas pueden influir notablemente en la interpretación de los mismos.

El análisis financiero, entonces, se compone de dos etapas, la investigación cualitativa y la aplicación del método numérico que se haya elegido. Las conclusiones deberán basarse solo en la interpretación de ambas etapas.

INVESTIGACIÓN CUALITATIVA.

1. Se deberá establecer con claridad el objeto del análisis.

El análisis puede llevarse al cabo en forma total o parcial, según sea la profundidad del estudio. Será total cuando comprenda todas las actividades de la empresa. Será parcial cuando los trabajos se refieran solo a una parte de sus actividades.

2. Obtención de una breve historia del desarrollo de la empresa y del comportamiento de sus ingresos, costos, gastos y utilidades a través de números índices.
3. Descripción de los productos que fabrique, artículos que comercialice o servicios que preste. Limitaciones en obtención de insumos.
4. Investigación de sus principales relaciones comerciales bancarias y de crédito, así como de su régimen fiscal.
5. Datos de sus principales accionistas, administradores, y fuerza de trabajo.
6. Estudio de mercado; es decir, de la economía de los insumos y de los productos o servicios, de la competencia a la fecha de realización del análisis, así como de la penetración de la empresa en el mismo, atendiendo a las estrategias de comercialización.
7. Obtención de la mayor información posible de empresas similares. Esta información es de suma utilidad, ya que permite gran número de comparaciones.
8. Investigación de las políticas y procedimientos en registro contable de las operaciones, así como de la uniformidad en la aplicación de los principios de contabilidad generalmente aceptados.
9. Investigación del entorno socio-económico y político en el que se desarrolla la empresa y probables limitaciones en su continuidad.
10. Cuantificación de la capacidad utilizada.

Por último, es recomendable que los estados financieros que se vayan a utilizar estén previamente auditados, a efecto de tener una certeza razonable de que su contenido es el correcto. En caso de no ser así, se sugiere que tal situación se haga notar en el informe que se presente sobre el trabajo desarrollado.

PREPARACIÓN DE LOS ESTADOS FINANCIEROS PREVIO A SU ANÁLISIS.

Una vez contando con los estados financieros que servirán para el análisis, será necesario modificarlos previamente, sometiéndolos a ciertas reglas que se clasifican en:

- I. Generales.
- II. Especiales.

I. GENERALES:

- a) Eliminación de centavos y cierre de cifras. Este procedimiento consiste en suprimir los centavos de las cifras que aparezcan en los estados, así como "redondearlas" de acuerdo con la magnitud de la empresa. Generalmente, el redondeo se efectúa al millar; es decir, en miles de pesos.

En caso de que al redondear las cifras resulte una diferencia, ésta se anotará en el último renglón del activo o del pasivo, según corresponda, a fin de cuadrar los cifras con el nombre de "conciliación por análisis".

- b) Se sugiere agrupar ciertas cuentas de naturaleza similar bajo un mismo título homogéneo. Ejemplo:

Almacén de Materia Prima.

Almacén de Artículos en Proceso.

Almacén de Artículos Terminados.

Que pueden agruparse en Inventarios.

II. ESPECIALES:

- a) El análisis a que se sujete el estado de situación financiera será sobre la previa clasificación del mismo en los siguientes grupos:

1. Activo disponible.
2. Activo Circulante (Incluye el disponible).
3. Inmuebles, Planta y Equipo.
4. Gastos y Pagos Anticipados.
5. Pasivo Circulante.
6. Pasivo Fijo.
7. Inversión de los Accionistas y Resultados Obtenidos.
8. Utilidad o Pérdida del Ejercicio.

Cada uno de estos grupos contendrá valores similares o con las mismas características de los que enseguida se mencionan:

1. *Activo Disponible.* Solo comprenderá existencia en caja y bancos. Las inversiones en valores se incluirán siempre y cuando se trate de valores que no tengan ninguna limitación para su convertibilidad inmediata. Lo anterior también es aplicable a cuentas de cheques en el extranjero.
2. *Activo Circulante. (Activo de Trabajo).* Incluirá solo aquellos valores que contribuyan en forma directa a que la empresa realice las operaciones que constituyen su giro propio. Sin embargo, las inversiones temporales a corto plazo se considerarán en este grupo.

Los sueldos a cargo de clientes por operaciones ajenas a la empresa así como las cuentas de deudores diversos: conceptos que deben consignarse bajo el título de otros valores circulantes, se incluirán en este capítulo una vez que se haya obtenido información respecto de su recuperabilidad y el plazo de la misma.

3. *Inmuebles, Planta y Equipo.* Mostrará aquellas inversiones a largo plazo necesarias para que los valores del activo circulante puedan realizar su ciclo económico.

Deberán ser la representación de la verdadera inversión del capital propio, ya que no es razonable que al constituirse una empresa, las inversiones a largo plazo provengan de inversiones ajenas en tanto que las propias se destinen a valores circulantes.

Las inversiones hechas con fines de control de otras empresas en acciones emitidas por ellas, también formarán parte de este grupo.

A este capítulo deberá darse atención especial, investigando las políticas de capitalización de Activos Fijos y adiciones y mejoras así como las revaluaciones.

Las patentes, marcas y crédito mercantil se incorporarán al "otro activo", siempre y cuando hayan sido efectivamente pagadas por la empresa y estén sujetas a una amortización adecuada. En caso contrario, se aplicará lo expuesto en el párrafo anterior.

4. **Gastos y Pagos Anticipados.** Rubro que incluirá partidas que reúnan características que les permitan diferirse o amortizarse debido principalmente al período o períodos que beneficien.
 5. *Pasivo a Corto Plazo. (Circulante).* Comprende todos los pasivos a cargo de la empresa, sean normales o no, siempre y cuando su vencimiento no sea superior a un año. En consecuencia, abarcará también "otros pasivos circulantes".
 6. *Pasivo a Largo Plazo (Fijo).* Se refiere a compromisos adquiridos por la empresa, ya sean o no normales, con la condición de que su vencimiento sea a plazo mayor de un año.
 7. *Inversión de los Accionistas y Resultados Obtenidos.* En este grupo sólo se considerará el capital efectivamente pagado por los accionistas y los resultados habidos (Reservas de capital y utilidades no distribuidas).
 8. *Utilidad o Pérdida del Ejercicio.* Mostrará los resultados que se obtengan una vez operados en papeles de trabajo, los asientos de ajuste que procedan y que la hayan modificado.
- b) Los capítulos en que a su vez, se deberá agrupar el Estado de Resultados de operación son los siguientes:
1. Ventas (Incluye devoluciones y rebajas sobre ventas).
 2. Costos de Ventas.
 3. Gastos de Venta.
 4. Gastos de Administración.
 5. Gastos Financieros. (Productos).
 6. Otros Gastos y (Otros Productos).
1. *Ventas.* Deberán obtenerse las cifras relativas a ventas totales y devoluciones y rebajas sobre ventas por operaciones normales y propias de la empresa. Ejemplo: Las ventas de activos fijos no son operaciones comunes.

Será necesario además el detalle de:

- a) Las ventas a contado y a crédito.
- b) Las ventas efectuadas en la matriz y en cada una de sus sucursales.
- c) La separación entre las ventas de mercancías y los ingresos obtenidos por prestación de servicios cuando existan registrados en una sola cuenta.
- d) Precios unitarios de venta a efecto de determinar que una variación de los venta no necesariamente refleje un aumento en las mismas, ya que lo que pudo haber aumentado fue el precio de venta y las propias ventas pudieron haber disminuido (en cantidad de unidades vendidas).

2. *Costo de lo Vendido.* Se obtendrá el total que muestre el costo de artículos comprados para su venta que constituyan las operaciones propias de la empresa, excluyéndose cualquier otro tipo de costo. Esto costos deberán estar divididos por matriz y cada una de las sucursales.

El Costo de Producción deberá mostrar la base de valuación de inventarios y el número de unidades producidas. Estos elementos resultan interesantes debido a que en este renglón es donde se presentan con mayor frecuencia irregularidades que pueden modificar las conclusiones del análisis. Una diferencia entre el criterio de la valuación de los inventarios o una modificación en el sistema de costos se traduce en una diferencia en los resultados. El número de unidades producidas permitirá conocer si las variaciones en los costos es debido a una modificación en éstos o a un aumento en el número de unidades producidas.

3. *Gastos de Venta.* Este capítulo sólo comprenderá gastos que estén relacionados íntimamente con la actividad de vender.
4. *Gastos de Administración.* Esta sección únicamente mostrará gastos que estén estrechamente relacionados con la actividad de administrar.
5. *Gastos Financieros. (Productos Financieros).* Grupo que sólo comprenderá gastos que estén relacionados con el financiamiento de la empresa o su capital, así como Productos Financieros que tengan ese origen.
6. *Otros Gastos y (Otros Productos).* Agrupará gastos y productos que no sean normales en la actividad y desarrollo de la empresa.

Hasta aquí, se ha presentado un panorama general de los estados financieros principales o básicos y secundarios o accesorios y ejemplificado cada uno de ellos. Asimismo, se han descrito las principales cuentas o partidas que los constituyen. La familiarización del valuador con este material, le permitirá identificar aquella información relevante y útil para el avalúo del inmueble como negocio.

Cabe señalar que en cuanto al análisis financiero de la empresa, únicamente se ha comentado someramente lo relativo a la reclasificación de las partidas para su estudio y no se abunda más en ello, toda vez que en la práctica, el valuador deberá entrevistarse con el personal contable de la empresa, así como asesorarse con profesionales expertos en la materia, sin que ello lo exima de la obligación de conocer los conceptos aquí asentados y de manejar un lenguaje técnico que le permita establecer la comunicación con dichos expertos.

VII. CONCEPTOS FINANCIEROS

PREMISA GENERAL

“ EL VALOR DE UN NEGOCIO ES IGUAL AL VALOR PRESENTE DE LOS BENEFICIOS FUTUROS PARA EL PROPIETARIO.”

Tal enunciado constituye una premisa fundamental en la valuación de inmuebles como negocio.

Otra premisa importante es la de que un comprador típico, normalmente invertirá en una empresa sólo si el valor presente de los beneficios esperados del propietario es igual por lo menos al precio de compra. De manera similar, un vendedor típico, normalmente no venderá si el valor presente de los beneficios esperados es mayor que el precio de venta. En tal virtud, una venta se celebrará solo en una cantidad equivalente a los beneficios esperados por el propietario.

El proceso de valuación está lleno de juicios y estimaciones. Nadie puede predecir con certeza la cantidad de beneficios que recibirá el propietario de un negocio. Los inversionistas con experiencia pueden tener diferentes opiniones acerca de la cantidad de dichos beneficios. Asimismo, el inversionista puede requerir diferentes tasas de recuperación basadas en sus opiniones sobre los riesgos de poseer tal negocio. El valor de un negocio depende del juicio personal sobre los beneficios o riesgos relacionados con él. Es tarea de los valuadores, estimar, de la manera más objetiva posible, el valor en el que tanto el comprador como el vendedor, coincidirán.

Es decir, el papel del valuador es formular un análisis objetivo de las motivaciones subjetivas del vendedor y de los posibles compradores de un negocio.

En el caso del vendedor, es posible conocer con relativa facilidad sus motivaciones: vender el negocio para invertir en otro, o vender el negocio para salvar una crisis financiera, etc. El problema es conocer las motivaciones de los posibles compradores, que frecuentemente no se sabe quienes pueden ser, por lo que se hace necesario formular un estudio previo que permita:

- Identificar el perfil o perfiles de los posibles compradores, perfil configurado por el conocimiento y vinculación existente con el negocio por valorar, potencial financiero para adquirirlo, nacionalidad en el contexto de la globalización de la economía, etc.
- Configurar proyectos de aprovechamiento del negocio según el perfil o perfiles de los posibles compradores, atendiendo a sinergias o atractivos que ofrezca el negocio por valorar.

Asimismo, es muy importante señalar que los ingresos se estiman en un momento específico y que también el valor estará basado únicamente en la información disponible y deducible en la fecha del análisis, pero formulando pronósticos de comportamiento del negocio en un futuro previsible conforme a escenarios macroeconómicos posibles para cada proyecto de aprovechamiento configurado.

Dentro de la teoría de la valuación, los beneficios que un propietario recibe están representados por los flujos netos de caja que recibe por concepto de la operación del negocio mediante dividendos, retiros y/o salarios y beneficios más allá de un nivel normal. No obstante, se asume que el negocio retiene la suficiente cantidad en efectivo para lograr su nivel esperado de operación.

La cantidad de beneficios que un inversionista recibe dependerá del negocio y del tamaño y tiempo de la participación del propietario. Durante la valuación, el consultor estima la cantidad de beneficios agregados al negocio valuado.

Es lógico pensar que los beneficios no pueden ser medidos con certeza, dado que los negocios tienen diferentes riesgos y características en sus ganancias. Los fines y expectativas del propietario varían. **En tal virtud, no existe una fórmula única aplicable en la estimación del valor de cada negocio y para todas las condiciones. No obstante, se han desarrollado diferentes conceptos y métodos para el cálculo de los beneficios futuros y el valor de los negocios.**

LOS CONCEPTOS, ENFOQUES Y MÉTODOS DE VALUACIÓN

Al inicio de este trabajo se hizo mención de los “tres métodos tradicionales de valuación”: Método de Ingresos, Método de mercado y Método de Costos.

La metodología para la valuación de negocios es mucho más difícil de clasificar. Al igual que en otro tipo de bienes, muchos de los métodos comunes de valuación combinan dos o más métodos básicos. Para evitar debatir la clasificación de varias técnicas de valuación, algunos autores prefieren ver a las tres categorías como “conceptos” que son la base para los métodos de valuación.

En este rubro, es muy importante subrayar que para todo análisis bajo cualquiera de los conceptos siguientes, deberá realizarse a **precios constantes**.

Concepto de Utilidades (Conocido también como de Ingresos).-

Este concepto es el más apegado a la premisa básica de valuación mencionada al principio de este capítulo. El término utilidades no se refiere a los ingresos en el sentido contable, sino a los beneficios futuros para el propietario. Bajo el concepto de los beneficios, el valuador estima los beneficios futuros del propietario y descuenta esos beneficios a Valor Presente, usando una tasa acorde con los riesgos asociados con la obtención de tales beneficios. En calidad de método abreviado bajo el concepto de las utilidades, el valuador puede capitalizar tanto beneficios constantes como variables.

Concepto de mercado.-

Este concepto supone que el valor se puede estimar a partir de analizar ventas recientes de bienes comparables. Este concepto se aplica generalmente para valuar casas unifamiliares donde el valuador estima el valor de una casa comparándola con casas similares vendidas recientemente u ofertadas. En la valuación de negocios, el profesional analiza aquellas empresas comparables públicas* (o privadas, si fuera posible) y/o transacciones comparativas para determinar el valor del negocio. La aplicación de este concepto requiere una profunda búsqueda de comparables y detallados análisis y ajustes de los datos comparativos, tanto públicos como privados.

* En el lenguaje bursátil, debe entenderse por empresa pública, a las empresas de propiedad particular que cotizan en bolsa, y por tanto, es pública su información financiera.

Concepto de Costos.-

Este concepto supone que el valor de un bien está dado por el costo de reproducirlo o remplazarlo, menos un descuento por el deterioro físico y la obsolescencia. Este concepto se emplea generalmente para bienes que no se venden en un mercado activo, tales como mejoras a la tierra y equipos de uso muy especializado.

Para la valuación de negocios, el concepto generalmente aplica a negocios con poco valor más allá del valor de sus bienes tangibles, tales como compañías pertenecientes a un grupo corporativo o para valuar componentes individuales de una empresa de negocios, dado que en esos casos, probablemente dichas componentes empresariales pudieran no reportar beneficios que permitieran la aplicación del concepto de ingresos.

Algunas asociaciones gremiales norteamericanas de valuación, hacen una diferenciación tácita entre los términos concepto, enfoque y método, por lo que para aplicar los conceptos antes discutidos, el valuador puede usar uno o más enfoques. De manera similar, puede usar uno o más métodos de valuación para aplicar un enfoque de valuación, dependiendo del flujo de ingresos utilizado para estimar el valor.

A continuación se presenta una tabla que ilustra con más detalle lo comentado.

CONCEPTO	ENFOQUE	MÉTODO
UTILIDADES.	GANANCIAS CAPITALIZADAS.	CAPITALIZACIÓN DE INGRESOS. CAPITALIZACIÓN DE FLUJO DE CAJA NETO. CAPITALIZACIÓN DE FLUJO DE CAJA BRUTO.
	GANANCIAS FUTURAS DESCONTADAS.	FLUJO DE CAJA NETO DESCONTADO. INGRESOS FUTUROS DESCONTADOS.
MERCADO.	MÚLTIPLOS DE VALOR MEDIANTE EL EMPLEO DE DATOS DE NEGOCIOS U OPERACIONES COMPARABLES.	PRECIO/INGRESOS. PRECIO/DIVIDENDOS. PRECIO/FLUJO DE CAJA BRUTO. PRECIO/VALOR EN LIBROS. PRECIO/RENDIMIENTOS. PRECIO/VALOR NETO DE LOS BIENES
COSTO.	ENFOQUE DE LOS ACTIVOS PRINCIPALES.	VALOR NETO DE LOS ACTIVOS. VALOR DE LIQUIDACIÓN.
	OTROS	EXCESO DE GANANCIAS. REGLAS DEL "DEDO PULGAR". FLUJO DE CAJA DISCRECIONAL DEL VENDEDOR. MÉTODOS PARTICULARES DE CADA EMPRESA.

En relación con la tabla anterior, es importante comentar lo siguiente:

En lo que se refiere al Concepto de Mercado, dada la alta incidencia de evasión fiscal en nuestro país, existe escasa o nula disponibilidad de información relativa a los precios de compraventa de negocios y mucho menos a datos contables internos de los mismos, que pudieran permitir su registro estadístico y la posible aplicación de los múltiplos de valor requeridos en tal metodología. Por el contrario, en los Estados Unidos de América, se tiene acceso a dicha información, a través de asociaciones gremiales de valuadores de empresas y mediante la consulta de publicaciones especializadas en la materia.

En cuanto al Concepto de Costos, apoyándonos en el principio del Valor Neto de Reposición, es importante mencionar que en la estimación de los activos de un negocio, generalmente los **bienes muebles** constituidos por mobiliario de oficina, maquinaria y equipo, conforman, desde el punto de vista monetario, un alto porcentaje del Valor Neto de Reposición de la totalidad de los activos, donde muy frecuentemente el valor del inmueble es poco representativo y mucho menos en la estimación del valor como negocio.

En lo que concierne al Concepto de Utilidades, cabe mencionar que ante la necesidad de estimar el valor de una empresa como negocio, en la mayoría de los casos, se puede disponer con mayor facilidad de la información contable de la propia empresa, mediante la consulta de los estados financieros y establecer comunicación con los profesionales encargados de su formulación.

En tal virtud, y siendo el propósito de este trabajo familiarizar al profesional con los conceptos tanto contables como financieros auxiliares para la valuación de inmuebles como negocio, a continuación se profundizará exclusivamente en el **Concepto de Utilidades**.

Dentro del Concepto de Utilidades, los dos enfoques aplicables: el de ganancias futuras descontadas y el de ganancias capitalizadas, son similares porque ambos se apoyan en la estimación de ingresos futuros, es decir, en ambos se emplean los resultados de operación de una compañía para la estimación de su valor. Estos enfoques pueden ser aplicados siempre y cuando las ganancias futuras de un negocio puedan ser estimadas.

Enfoque de ganancias capitalizadas.

Este enfoque puede emplearse cuando se espera que las operaciones futuras de una compañía no cambien significativamente respecto de sus operación normal o cuando se espera que las ganancias futuras crezcan a una tasa prevista cualquiera. Para aplicar este enfoque, las operaciones corrientes de una compañía (ya sean ganancias o flujo de caja) se dividen entre una tasa de capitalización para estimar el valor.

Enfoque de ganancias futuras descontadas.

Puede aplicarse cuando las ganancias futuras de la compañía:

- a) Se pueden estimar razonablemente.
- b) Se espera que varíen significativamente respecto de su comportamiento normal por causa de factores tales como cambios en la estructura del negocio o por cambios inesperados en las condiciones económicas.

Para aplicar este enfoque, el valuador estima las ganancias futuras de la empresa hasta que ellas alcancen un nivel estable. Luego, el valuador determina un valor de rescate de la compañía con base en sus ganancias estables o flujo de caja. Finalmente, las ganancias futuras de la empresa, incluyendo el valor de rescate, se descuentan a Valor Presente, aplicando una tasa de descuento del mercado.

TASAS DE CAPITALIZACIÓN Y DE DESCUENTO

Estos conceptos son consecuencia de los estudios de liquidez y riesgo del negocio (a mayor liquidez menor tasa; a mayor riesgo mayor tasa); constituyendo uno de los puntos medulares del análisis financiero, por lo que deben conocerse en detalle y saberse diferenciar y aplicar con precisión.

Para el enfoque de ganancias capitalizadas y para el de ganancias futuras descontadas, se usan las siguientes tasas:

- a) **Tasa de Capitalización.** Esta tasa se usa para convertir un flujo de beneficios en valor, de la siguiente manera:

$$\text{Valor} = \frac{\text{Ganancias esperadas}}{\text{Tasa de capitalización}}$$

Las ganancias esperadas pueden medirse ya sea en términos de ingresos o de flujo de caja de una empresa.

- b) **Tasa de descuento.** Esta tasa se usa para convertir las ganancias futuras de una empresa en Valor Presente. Representa la tasa de retorno que los inversionistas exigirían dado el riesgo involucrado.

Las tasas de capitalización generalmente se diferencian de las tasas de descuento resultantes de los mercados financieros.

Los métodos para la aplicación del enfoque de ganancias futuras descontadas se diferencian principalmente en los flujos de beneficios que usan y en la variedad de las tasas relacionadas con dichos flujos de beneficios. Los métodos para aplicar el enfoque de ganancias capitalizadas también usan diferentes tipos de flujos de beneficios. Estos métodos de valuación son, como se indicó en la tabla anterior:

Enfoque de ganancias futuras descontadas.

- a) Flujo de caja neto descontado.
- b) Ingresos futuros descontados.

Enfoque de Ganancias capitalizadas.

- a) Capitalización de ingresos.
- b) Capitalización de flujo de caja neto.
- c) Capitalización de flujo de caja bruto.

En este punto cabe mencionar que de acuerdo con el contexto económico y los propósitos que se persigan en cada estudio en particular, el análisis financiero puede tener variantes, entre las que destacan:

Análisis financiero a precios constantes. (Utilizado en países de alta inflación).

Análisis financiero a precios corrientes. (Utilizado en países con baja inflación).

Análisis financiero antes de impuestos. (Utilizado en Estados Unidos de América).

Análisis financiero después de impuestos. (Utilizado en México, donde se incluye el Impuesto Sobre la Renta)

Análisis financiero con crédito. (Utilizado en análisis de capacidad de pago de deuda).

Análisis financiero sin crédito. (Utilizado para conocer el límite de la capacidad financiera propia).

Otros.

Cada uno de ellos tiene diferente componente: inflacionaria, de impuestos, de costo financiero, etc., para la cual existe una tasa correspondiente, dando lugar a una subclasificación de las tasas, y así hablamos de:

Tasa Nominal. (Tasa anual sin descontar inflación).

Tasa Real. (Tasa nominal menos inflación).

Tasa Antes de Impuestos.

Tasa Después de Impuestos.

Tasa considerando el Costo Financiero.

Tasa sin considerar el Costo Financiero.

o mezclas entre ellas.

No obstante tal gama, lo importante es que a cada tipo de análisis corresponda la tasa adecuada al caso y que en las premisas del estudio se identifique con precisión el tipo de tasa de que se trata.

Selección del tipo de análisis y de la tasa apropiada.

De acuerdo con lo comentado, y volviendo a la clasificación general de las tasas, surge la pregunta de cuándo emplear cada uno de los métodos.

Antes de comenzar a discutir sobre tal decisión, hay que hacer notar que deben existir dos condiciones importantes para emplear cualquiera de los dos enfoques. Primero, el valuador debe poder estimar rendimientos futuros (ya sea flujo neto de caja o rendimientos netos) con un razonable grado de probabilidad. Segundo, debería haber una razonable certeza de que la operación futura continuará a una tasa predecible.

En países como México, donde las variables económicas se comportan anárquicamente, es necesario desarrollar técnicas que permitan plantear diversos escenarios a partir del comportamiento real de cuando menos tres de dichas variables, entre las que destacan el salario mínimo, el Índice General de Precios al Consumidor, la inflación, la paridad peso-dólar, etc.

Si la empresa es demasiado volátil para predecir su operación futura, lo más apropiado sería aplicar el método del Valor Neto de Reposición de los bienes o el método del valor de liquidación.

Economía de los productos y de los insumos.

En el avalúo de toda unidad productiva, debe hacerse un análisis económico de los productos y de los insumos, de manera que la información recabada sirva de base para el planteamiento de un estado de resultados proforma en donde se justifiquen las proyecciones planteadas en cuanto a la colocación del producto en el mercado.

Un estudio económico de productos e insumos debe contener un análisis de la oferta y demanda del producto en el mercado para estimar la absorción, así como criterios de almacenamiento y distribución, entre otros.

Mercado de los insumos.

La producción estimada depende totalmente de la factibilidad de obtención de los insumos, por lo que todo pronóstico debe fundamentarse en la seguridad de los suministros, tales como agua, materias primas, combustibles y la mano de obra disponible.

Análisis de precios.

Una vez analizada la factibilidad de suministro de insumos y la capacidad de absorción del producto en el mercado, resta analizar el comportamiento histórico del precio del producto en el mercado para plantear y justificar los pronósticos de ingresos por ventas que se considerarán en el proforma de resultados.

En este punto conviene señalar que es común que muchos de los insumos de las empresas de producción provengan de otros países. A la vez, muchos de los productos elaborados con insumos nacionales son vendidos en el exterior. En ambos casos, se trata de insumos pagados en una moneda y productos vendidos en otra. Ello obliga a que en los análisis financieros se consideren "precios relativos", concepto económico creado para corregir la distorsión que tal fenómeno reflejaría en dichos análisis si se consideraran "precios absolutos".

Aplicación del enfoque seleccionado.

Existen ciertas características que deben ser bien comprendidas acerca de la estimación de un valor por medio de cualquiera de los dos enfoques. Tales características se pueden resumir en:

- a. El valor puede representar ya sea el control total o el valor de los intereses de una minoría, dependiendo de la naturaleza de los ajustes del flujo de caja (o ganancias), hechos al flujo de ingresos y la tasa de capitalización o de descuento aplicada. Los valores derivados de los métodos mencionados, pueden requerir ajustes mediante la aplicación de premios por el control a descuentos de interés por minoría, como se verá más adelante.

- b. El valor generalmente representa el equivalente a la suposición de “su venta libre” o listo para su venta si la tasa de descuento o de capitalización se estimó a partir de información pública de empresas comparativas y no refleja algún descuento por concepto de falta de liquidez. Dado que la mayoría de los compromisos del valuador se relacionan con los intereses del propietario en su participación accionaria, el valor estimado a partir de las ganancias capitalizadas y las ganancias futuras descontadas, puede requerir ajustes por condiciones de mercado.
- c. Ambos enfoques se usan generalmente para estimar el valor de la participación de los accionistas. Este tipo de valor se puede referir a un valor “neto-de deuda”. En algunos trabajos valuadores, el propósito puede ser determinar el valor del capital total invertido en una empresa (tanto de deuda como de su pago periódico). Este último propósito puede ser apropiado cuando un comprador potencial planea adquirir bienes en lugar de reservas en almacén, cuando se contempla una recapitalización, y en algunos otros casos.
- d. La selección del enfoque, también tiene que ver con el tipo de proyecto seleccionado de entre los que la economía y el mercado permitan.

Finalmente, conviene reiterar que en condiciones económicas de alta volatilidad e inflación como las de México, lo recomendable es el **análisis financiero a precios constantes y tasa real**, de capitalización o de descuento, según sea el caso.

Como se comentó anteriormente, la fórmula del enfoque de ganancias capitalizadas es:

$$\text{Valor estimado} = \frac{\text{Flujo de caja (o ingresos netos)}}{\text{Tasa de Capitalización}}$$

Siempre que se use el enfoque de ganancias capitalizadas, el valuador deberá seguir los siguientes pasos:

- Paso 1: Obtener (o preparar) los estados financieros por un horizonte de análisis de tiempo representativo (generalmente por lo menos los últimos cinco años).
- Paso 2: Ajustar los estados financieros obtenidos en el Paso 1 por cualquier error o ajustes por normalización, especialmente para expresarlos en moneda corriente del último año.
- Paso 3: Recalcular (o calcular) el Impuesto Sobre la Renta y los impuestos ya sean locales o federales en el ingreso antes de impuestos normalizado determinado en el Paso 2. Esto consiste en calcular la utilidad antes de impuestos que incluye la depreciación. El resultado serán los ingresos netos ajustados.
- Paso 4: Si el flujo de beneficios a ser capitalizados es el flujo de caja, hacer los ajustes adicionales a los ingresos netos del Paso 3 para llegar al flujo de caja bruto o neto.
- Paso 5: Determinar la tasa real de capitalización para el flujo de beneficios por capitalizar. En muchos casos, el flujo de beneficios está dado por los ingresos netos. (Paso 3); no obstante, en muchos otros casos, puede ser el flujo de caja bruto o el flujo de caja neto. (Paso 4).

- Paso 6: Determinar el período de operaciones a ser capitalizado. En la mayoría de los casos, ese período es el año fiscal más reciente o los 12 meses más recientes; no obstante, en algunos casos, puede resultar más apropiado un pronóstico del próximo año o un promedio de algunos años pasados.
- Paso 7: Estimar el valor de operación de la empresa dividiendo los ingresos netos del Paso 3 (o el flujo de caja bruto o neto del Paso 4) entre la tasa de capitalización obtenida en el Paso 5.
- Paso 8: Realizar “verificaciones de sanidad” para determinar la razonabilidad del valor.
- Paso 9: Si en el Paso 2 se hubieran realizado ajustes a los estados financieros por concepto del impacto de inoperación o exceso de activos, determinar el valor apropiado para aquellos activos en la fecha del avalúo y agregar ese valor al valor determinado en el Paso 7. Si en el Paso 2 se hubieran identificado recortes de activos, determinar si la estimación del valor debería reducirse para reflejar el valor de tales recortes. Si el reporte normalizado de ingresos fue ajustado por haberse identificado recortes de activos, no es necesario reducir más el valor estimado.
- Paso 10: Determinar si el valor determinado en el Paso 9 debería ser ajustado por un descuento por comercialización, premiado por interés mayoritario, o decontado por interés por minoría.
- Nota: Los pasos 8, 9 y 10 pueden realizarse después de efectuar algunos procedimientos de ponderación.

En lo que se refiere al enfoque de ganancias futuras descontadas, el valuador descuenta los flujos de caja futuros o los ingresos a partir de la operación esperada (incluyendo el valor terminal de la empresa en el último año del pronóstico), traído a valor presente. El resultado representa el valor estimado para los intereses de un propietario en la empresa. Siempre que se aplique el enfoque de ganancias futuras descontadas, deben seguirse los siguientes pasos:

- Paso 1: Obtener (o preparar) un análisis financiero por cada año futuro de operación, hasta el último año de operación inclusive. El año terminal no significa el último año, sino el siguiente año completo a partir de que los resultados de operación de la empresa son pronosticados.
- Paso 2: Si es necesario, ajustar el análisis financiero obtenido en el Paso 1 por cualquier error o ajustes por normalización, especialmente para expresar el análisis en moneda constante y considerar la variación de los precios relativos de insumos y productos en el horizonte de estudio. Si se requieren ajustes por normalización para considerar el impacto por concepto de inoperación o exceso de activos, considerar el valor de aquellos activos separadamente en el Paso 9. Determinar si el pronóstico refleja el impacto de los posibles proyectos alternativos de la unidad económica. Asimismo debe considerarse el impacto del recorte de activos. De existir tales recortes, el pronóstico puede ser rectificado para reflejar su impacto, o el valor de tales recortes puede ser considerado en el Paso 9. (El Paso 2 podría ser innecesario si los ajustes por errores y por normalización se consideraron cuando se preparó el pronóstico financiero en el Paso 1).

- Paso 3: Recalcular (o calcular), los impuestos locales y federales a los ingresos por cada año del pronóstico normalizado de ingresos calculado en el Paso 2. El resultado de cada año será el pronóstico de ingresos netos. (El Paso 3 podría ser innecesario si no hay ajustes en el Paso 2, y los impuestos estatales y federales fueron considerados cuando se preparó el pronóstico en el Paso 1).
- Paso 4: Si el flujo de caja neto es el flujo de beneficios a ser descontado, realizar ajustes adicionales al monto de ingresos netos del Paso 3 para llegar al pronóstico de flujo de caja neto para cada año.
- Paso 5: Determinar la tasa real de descuento para el flujo de beneficios a ser descontado. En la mayoría de los casos, el flujo de beneficios es el flujo de caja neto (Paso 4); no obstante, en algunos casos, podría tratarse de los ingresos netos. (Paso 3).
- Paso 6: Estimar el valor de operación de la empresa durante el año terminal.
- Paso 7: Estimar el valor de operación de la compañía descontando todas las operaciones futuras (incluyendo el valor terminal de la empresa del Paso 6) a valor presente, mediante la aplicación de los factores de conversión de valor presente, derivados de la tasa de descuento determinada en el Paso 5.
- Paso 8: Realizar “verificaciones de sanidad” para determinar la razonabilidad del valor.
- Paso 9: Si hubieron ajustes a los estados financieros en el Paso 2 por concepto de inoperación o exceso de activos, determinar el valor apropiado de aquellos activos en el estado en el que se encontraban a la fecha del avalúo y agregar ese valor al valor determinado en el Paso 7. Si en el Paso 2 se identificaron recortes de activos, determinar si el valor estimado debería reducirse para reflejar el valor de tales recortes. Si el pronóstico preparado en el Paso 1 y ajustado en el Paso 2 fue ajustado para reflejar recortes de activos, no es necesario reducir aun más el la estimación de valor.
- Paso 10: Determinar si el valor en el Paso 9 debería ser ajustado por un descuento de comercialización, premiado por participación mayoritaria del solicitante del avalúo en la empresa o descontado por concepto de interés minoritario.
- Nota: Los pasos 8, 9 y 10 pueden realizarse después de haber efectuado procedimientos de ponderación.

DEFINICIÓN DE TASA DE DESCUENTO Y DE CAPITALIZACIÓN.

Los términos “tasa de descuento” y “tasa de capitalización” se mencionan frecuentemente de manera ambigua en artículos financieros, libros de texto y entre analistas financieros. Esta ambigüedad puede provocar que se considere que ambas tasas son idénticas o intercambiables. No obstante, si bien ambas tasas están relacionadas, no son lo mismo. Para entender ambos términos y su interrelación, se requiere primero definir la tasa de descuento.

Tasa de descuento.

En la teoría de valuación, una tasa de descuento representa la tasa total esperada de recuperación (expresada en porcentaje) que un comprador (o inversionista) demandaría sobre el precio de compra del derecho de propiedad sobre un bien (tal como la UDI) dado el nivel de riesgo inherente en el derecho de propiedad.

Por ejemplo, un inversionista podría quedar satisfecho con supongamos un 10% de la recuperación del efectivo en la adquisición de un bono denominado Certificado de Tesorería (CETE), relativamente libre de riesgo; pero el mismo inversionista demandará una mayor tasa en la adquisición del derecho de propiedad sobre una empresa recientemente adquirida.

Al respecto, conviene señalar que dado que el CETE tiene una componente inflacionaria, se recomienda que la unidad de referencia sea la UDI, que constituye una base como tasa real, de alrededor del 5.5%, más cercano a la tasa de los bonos del tesoro en los Estados Unidos.

A diferencia de una tasa de capitalización, una tasa de descuento de una empresa no se usa directamente como divisor o multiplicador para estimar el valor de una empresa. En vez de ello, la tasa de descuento se usa para deducir factores de valor presente útiles para descontar un flujo de beneficios futuros para obtener el valor presente de un flujo a precios constantes.

Como ya se mencionó, el método que emplea el uso de la tasa de descuento es generalmente más apropiado cuando se espera que las operaciones futuras de una empresa serán sustancialmente diferentes de su operación normal o histórica. No obstante, para aplicar los factores de valor presente para una tasa de descuento específica, debe prepararse un pronóstico de operación futura, incluyendo un año terminal (que generalmente es el primer año una vez que se ha alcanzado el nivel de crecimiento estable). Una vez seleccionados tales factores de descuento se aplican a los años correspondientes en el flujo de efectivo (o de utilidades netas) para determinar el valor de la empresa. A continuación, se muestra cómo se usaría una tasa de descuento supuesta del 23% para valuar una empresa. Cabe señalar que este ejemplo tiene únicamente como propósito presentar la aplicación de la tasa de descuento de manera muy esquemática y más adelante se abundará en detalles.

ESTIMACIÓN DEL VALOR DE UNA EMPRESA MEDIANTE EL EMPLEO DE UN FLUJO DE EFECTIVO CON UNA TASA DEL 23% (TASA REAL ANTES DE IMPUESTO PARA UN PROYECTO DE ALTO RIESGO)

AÑO	FLUJOS DE EFECTIVO ESTIMADOS (En miles de \$)	FACTOR DE CONVERSIÓN A VALOR PRESENTE PARA UNA TASA DEL 23%	VALOR PRESENTE DE LOS FLUJOS FUTUROS DE EFECTIVO. (En miles de \$)
1	26,900	0.81301	21,870
2	35,200	0.66098	23,266
3	38,100	0.53738	20,474
4	46,700	0.43690	20,403
Valor Terminal al final del año 4:	291,200	0.43690 (*)	127,225
			213,238

* Para fines ilustrativos, se supone que el valor terminal se descuenta a la misma tasa de descuento de los resultados de operación del año 4. El valor terminal debería descontarse siempre en el número de años del pronóstico que preceden al año terminal. En este ejemplo, el valor terminal se descontó usando el factor de descuento para cuatro años.

Como conclusión, podemos decir que una tasa de descuento es la tasa total de recuperación que un comprador o inversionista demandaría a partir de los derechos de propiedad sobre una empresa. Los flujos netos de efectivo o de utilidades se descuentan a valor presente a la tasa de descuento.

Tasa de Capitalización.

La tasa de capitalización de una empresa o negocio se deriva generalmente de su tasa de descuento y como más adelante se detalla, comúnmente se obtiene restando a su tasa de descuento, la tasa de crecimiento promedio anual compuesta esperada de la empresa. En consecuencia, la tasa de capitalización de una empresa, es generalmente más baja que su tasa de descuento.

Como herramienta matemática, una tasa de capitalización se emplea como divisor o multiplicador para calcular el valor de un período aislado del flujo de beneficios. Es de hacer notar, que la tasa de capitalización puede representarse como divisor o multiplicador. Expresada en porcentaje, se divide entre las utilidades netas (o el flujo de efectivo) para estimar el valor.

La tasa de capitalización también puede expresarse como multiplicador, dividiendo 1 entre el porcentaje de la tasa. El resultado obtenido se usa como multiplicador de las ganancias netas (o flujo de efectivo) para estimar el valor. Para ilustrar, supongamos que la tasa de capitalización de las utilidades netas de una compañía expresada porcentualmente sea del 20%. Esa misma tasa expresada como multiplicador deberá ser 1 entre 20%, es decir, 5. Si las ganancias netas de la empresa fueron de \$ 30'000,000, su valor se estimaría como se ilustra a continuación:

VALOR ESTIMADO DE UNA EMPRESA MEDIANTE EL EMPLEO DE UNA TASA DE CAPITALIZACIÓN DEL 20%.

$$\text{\$ } 30'000,000 / 20\% = \underline{\text{\$ } 150'000,000}$$

ó

$$\text{\$ } 30'000,000 \times 1/0.20 \text{ (ó } 5) = \underline{\text{\$ } 150'000,000}$$

En resumen, la tasa de capitalización de una empresa se deriva de la tasa de descuento de la misma y generalmente es menor a ella. Se usa directamente en los cálculos de valor como divisor o multiplicador, y *se aplica a un flujo de beneficios de un solo año (o de ganancias netas)*. Este flujo de beneficios de un solo año representa lo que la empresa puede esperar hacer en el futuro con base en sus ganancias netas normalizadas históricas.

Otras diferencias entre la Tasa de Descuento y la Tasa de Capitalización.

He aquí algunas propiedades que deben ser comprendidas por el valuador, a efectos de la correcta aplicación de los conceptos:

- a. En virtud de que la tasa de capitalización se deriva de la tasa de descuento, el valuador debe estimar primero la tasa de descuento de la empresa. **Las tasas de descuento generalmente se estiman a partir de cualquiera de los dos siguientes enfoques: el Modelo del Precio de los Bienes más Importantes o el de "construcción".**

- b. La tasa de descuento estimada bajo cualquiera de los dos enfoques mencionados en el inciso anterior, es una tasa de descuento de un flujo de efectivo neto. Si dicha tasa de descuento se va a aplicar a ganancias netas, (es decir, de un solo año), debe convertirse a una tasa de recuperación de ganancias netas.
- c. En la mayoría de los casos, una tasa de descuento puede convertirse en tasa de capitalización restándole la tasa de crecimiento promedio anual compuesto esperada de la empresa. La tasa de capitalización estimada de esta manera, será además, menor que la tasa de descuento. Se insiste en que la tasa de capitalización del flujo neto de efectivo de una empresa, es diferente a la tasa de capitalización de sus ganancias netas.
- d. Bajo ciertas circunstancias, la relación normal entre la tasa de descuento y la tasa de capitalización puede no presentarse. En tales situaciones, podrían requerirse ajustes mayores a la tasa de capitalización determinada en el inciso c.

Hasta este momento hemos comentado que para la estimación del valor de un inmueble como parte de una empresa en operación se requiere de los reportes del comportamiento financiero del negocio y conocimientos técnicos para su análisis.

Asimismo, hemos visto que en la valuación de un negocio, existen diversas metodologías de acuerdo con el tipo y disponibilidad de información. En el caso de nuestro país, la metodología que más se adecúa es el concepto de ingresos.

Por otra parte, se ha anotado que la magnitud de la empresa, así como las expectativas en la obtención de ingresos futuros con base en su historial y en las condiciones económicas esperadas, nos indican el enfoque aplicable al caso, y que en México, dada la volatilidad económica y la incertidumbre que ella trae consigo, en la mayoría de los casos, el enfoque recomendable es el de ganancias futuras descontadas, a través de un flujo de efectivo neto afectado por una tasa de descuento.

En términos generales, en nuestro país existe el consenso entre los analistas financieros de llamar tasa de capitalización a aquella que se aplica en proyecciones del valor de una empresa de la que se espera no cambien sus condiciones financieras en el próximo año. Asimismo, se denomina tasa de descuento o valor de oportunidad del dinero, a aquella aplicada para calcular el valor presente de empresas en las que se esperan variaciones en sus condiciones financieras.

Finalmente, se han comentado las definiciones de tasa de descuento y tasa de capitalización, su dependencia y diferencias; sin embargo, dado el propósito de esta tesina, no se abunda más, aún cuando la gran importancia del tema, merece motivar a los estudiosos de la valuación a realizar un trabajo dedicado exclusivamente a él.

A continuación, entraremos en detalle sobre la estimación del valor a partir del enfoque de flujo de efectivo neto.

VIII. EL ENFOQUE DE INGRESOS FUTUROS DESCONTADOS

Si la operación normal de una empresa es la que aproximadamente se espera que tenga en el futuro (suponiendo una tasa de crecimiento normal), el enfoque de ingresos capitalizados de un solo año puede aplicarse para estimar el valor de la empresa y en tal caso no hay necesidad de aplicar el enfoque de ingresos futuros descontados.

El enfoque de ingresos futuros descontados debe emplearse siempre y cuando la operación futura pueda ser razonablemente estimada y se espera que difiera de su operación normal como resultado de factores diferentes al crecimiento normal. Por ejemplo, una empresa que manufactura un nuevo producto puede tener generalmente un exceso de capacidad de producción, lo que resulta en altos costos por unidad y en otras ineficiencias. Así como el crecimiento de la ventas futuras permite a la empresa aprovechar su exceso de capacidad, se espera que la empresa llegue a ser más eficiente al reducir el costo por unidad y otras deficiencias mayores. Una vez que la capacidad total de producción se alcanza, el costo por unidad del producto habrá alcanzado un nivel estable y se esperará que la operación futura crezca a una tasa normal. El enfoque de ingresos futuros descontados también puede ser apropiado cuando una empresa en un ramo de orden cíclico alcanza su punto alto o bajo en ese ciclo. En este caso, la operación futura puede proyectarse hasta que el ramo de la industria alcance el punto medio del ciclo. Bajo tal planteamiento, los ingresos y márgenes de beneficio deberían aproximarse a los resultados promedio para un ciclo completo y este período crecería a una tasa estable. Por tanto, tal período representa un año terminal normalizado.

Páginas atrás se mencionaron los pasos a seguir en el enfoque de ingresos futuros descontados. Ahora los analizaremos a detalle.

Paso 1.-Obtener (o preparar) un análisis proforma financiero (estado de resultados proyectado).

¿Qué es un proforma financiero?

En términos generales se trata de estados financieros prospecto que presentan, al mejor saber y entender, la posición financiera esperada de una entidad, resultados de operación y cambios en la situación financiera. Un proforma financiero se basa en los pronósticos que las partes involucradas tienen sobre las condiciones que se espera existan y el curso que las acciones se supone tomen.

Un proforma deberá por tanto, representar lo que la parte responsable (preferentemente la dirección de la empresa valuada) espera que ocurra en el futuro, con base en el plan de negocios existente de la empresa, los precios del producto que se esperan en el mercado y la absorción del producto de acuerdo con los intereses de los potenciales compradores.

Los términos proforma y proyección, se utilizan con frecuencia de manera indistinta, pero su definición es diferente. Un proforma financiero se basa en las condiciones actuales que se espera existan durante el período pronosticado. Esto difiere de una proyección, la cual se basa en las condiciones esperadas dada una o más suposiciones hipotéticas. Por ejemplo, una compañía puede preparar una proyección basada en la suposición hipotética de que se construirá una nueva planta. Esa proyección puede ser empleada por la dirección de la empresa para auxiliarle a decidir si verdaderamente debería construirse una nueva planta. Otra forma de diferenciar una proyección de un proforma es que la proyección generalmente intenta contestar la pregunta ¿Qué pasa si...? Por ejemplo, ¿cómo sería la operación futura si la empresa tomara una acción particular o cambiara ciertas condiciones específicas?

Un proforma, por otra parte, presenta la operación futura de una empresa, basada en los planes actuales de la dirección de la misma en un momento dado (a la fecha del avalúo).

En cualquier proforma es muy importante establecer el horizonte de análisis, que en muchos casos está dado por el plazo de los créditos adquiridos. Asimismo, será necesario realizar tantas proformas como proyectos alternativos se tengan, tales como la opción entre una remodelación o una reconversión de la empresa.

El propósito primordial de la valuación de una empresa es estimar su valor en un momento dado, en las condiciones existentes actualmente y en las que se espera existan en el futuro. Por tanto, la información prospectiva usada en el enfoque de ingresos futuros descontados es más descriptiva en un proforma que en una proyección. No obstante, podría argumentarse que algunas de las suposiciones importantes en la preparación de la información prospectiva para el flujo de ingresos futuros descontados son en esencia hipotéticos, especialmente aquellos pronósticos relacionados con las condiciones normalizadas, lo cual es cierto.

En algunos casos, es posible que el valuador obtenga un proforma de la operación futura por parte de la misma empresa o por medio de contadores independientes a ella. Ésto es recomendable y se intentará lograrlo en la medida de lo posible cuando se trate de consultorías contratadas por los propietarios de la empresa. No obstante, en muchos otros casos, como cuando se trata de brindar la consultoría a personas interesadas en adquirir la empresa, el valuador tiene que preparar el proforma. Existen numerosos factores que el valuador debe considerar en la preparación o revisión de un proforma. Comentar completamente la totalidad de los factores requeriría de otro documento seguramente más extenso que el presente y como se mencionó al principio, no es la intención de este trabajo. No obstante, existen algunas consideraciones que se analizan, incluyendo los siguientes:

- a. El análisis financiero deberá basarse en los pronósticos que mantengan o modifiquen la operación futura "normalizada" (es decir, en condiciones normales), y deberá ser presentado de acuerdo con los principios de contabilidad generalmente aceptada. (Ver el primer capítulo de este trabajo).
- b. Los factores o pronósticos clave que sirven de fundamento al proforma deberán identificarse como tales.
- c. Los factores o pronósticos clave deberán ser razonables.
- d. El período del proforma deberá extenderse hasta el año terminal, es decir, un año posterior a aquel en el que se ha alcanzado un nivel de operación estable.
- e. El valuador debe explorar todos los proyectos posibles de acuerdo con el potencial real de la unidad económica para la toma de decisiones.
- f. Los valuadores registrados ante ciertas agrupaciones tienen algunas responsabilidades adicionales en cuanto a la forma de presentar su trabajo.
- g. El valuador considerará la posibilidad de apoyarse en publicaciones relativas a proformas.

Cada uno de estos lineamientos se detalla a continuación:

El proforma financiero deberá basarse en los pronósticos sobre la operación futura “normalizada” y deberá ser presentada de acuerdo con los Principios de Contabilidad Generalmente Aceptada.

En varias ocasiones se ha subrayado la importancia de consignar los datos históricos financieros de una empresa desde el punto de vista de “condiciones normales”. Ello significa que el análisis de la operación futura de la empresa deberá basarse en pronósticos sustentados en el mercado, en cuanto a las expectativas de todos los interesados en ella. Además, dicho proforma deberá presentarse de acuerdo con los Principios de Contabilidad Generalmente Aceptada, como ya se comentó en uno de los puntos anteriores. Dichos principios también son aplicables a los proformas. Si el valuador trabaja con un proforma formulado por el propietario de la empresa, puede realizar ajustes si los pronósticos están basados en datos históricos que no parezcan razonables.

Los factores o pronósticos clave que sirven de fundamento al proforma deberán identificarse como tales.

Los factores y pronósticos clave son aquellos aspectos significativos sobre los cuales se espera dependan los resultados futuros. Ellos constituyen la base sobre la cual se construye la totalidad del proforma y obviamente deben ser cuidadosamente identificados. Aún cuando los factores clave varían de una empresa a otra, generalmente incluyen pronósticos sobre las siguientes partidas:

- a. Ingresos y Percepciones.
- b. Costos de Venta e Inventario.
- c. Otros Gastos.
- d. Inmueble y Equipo y su Depreciación correspondiente.
- e. Amortización de la Deuda.
- f. Impuesto al Ingreso.

Al respecto, el valuador debe ejercer una gran cantidad de juicios para decidir de qué manera impacta cada uno de estos factores en los ingresos futuros o flujo de efectivo de la empresa por valorar.

Ingresos.

Los Ingresos es uno de los factores de mayor dificultad y obviamente de los más importantes en un proforma financiero. Hemos mencionado que en condiciones económicas de alta inflación lo más conveniente es el análisis financiero a precios constantes.

Una manera de evaluar la razonabilidad del proforma de ingresos y percepciones es solicitar, cuando sea práctico, un estudio de mercado a la compañía que se valúa. Este estudio puede ser muy útil en aquellos casos en los que el valuador prepara el proforma, pero también puede ser benéfico cuando el proforma fue proporcionado por la misma empresa, a efectos de corroborar las expectativas.

Inflación.

Se insiste en que, tratándose de economías de alta volatilidad, el hecho de considerar la inflación en los análisis financieros complica radicalmente los cálculos y distorciona los resultados, por lo que en numerosos países con tales características, y entre ellos México, se ha adoptado el criterio de análisis a precios constantes. No obstante, será necesario el planteamiento de escenarios que permitan configurar el pronóstico de costos relativos para aplicar tales datos en el proforma de resultados.

Niveles de crecimiento de las ventas del producto.

En cuanto al proforma de los niveles de crecimiento de las ventas del producto, como arriba se comentó, los productos recorren un ciclo de vida que incluye cuatro fases diferentes: introducción, crecimiento, madurez y declive. Al preparar un proforma de operación futura, es importante para el valuador identificar en cuál fase se localizan los productos de la empresa.

A continuación se describe cada fase del ciclo de vida de un producto:

- a. *Introducción.* Cuando se introduce un nuevo producto, la demanda por él es generalmente baja y una empresa debe gastar cantidades significativas en publicidad y otros gastos promocionales para crear un mercado. Cuando el producto es nuevo, generalmente no hay competencia durante esta fase y la oferta generalmente excede a la demanda.
- b. *Crecimiento.* Al volverse el producto más popular, la demanda excede a la oferta y los precios son generalmente muy altos durante esta fase. De hecho, los precios se basan más en lo que los consumidores pagarán que en lo que el producto le cuesta actualmente a la empresa producirlo. La promoción del producto puede declinar durante este período, ya que la empresa puede vender toda su producción con solo mínimos niveles de publicidad. La competencia entra al mercado atraída por los altos beneficios del producto y la demanda insatisfecha.
- c. *Madurez.* Eventualmente, existen varios competidores manufacturando productos similares y la oferta alcanza a la demanda. Cuando esto sucede, los precios del producto normalmente caen hasta alcanzar un nivel más competitivo y se destina más dinero a gastos promocionales.

El proceso de producción generalmente es más eficiente durante esta fase de lo que era durante el período de crecimiento y los costos de producción son por tanto más bajos. La competencia se base principalmente en el precio y en las diferencias percibidos en relación a la calidad y especificaciones. Los precios son generalmente estables durante esta fase y pueden subir solo a la tasa inflacionaria.

- d. *Declive.* La mayoría de los productos eventualmente se vuelven anticuados, resultando en un declive en el volumen de ventas. Los tocacintas de ocho pistas, por ejemplo, fueron remplazados por toca cassettes sencillos, los cuales a su vez han sido remplazados en gran medida por los equipos de disco compacto. Muchos productos desaparecen completamente del mercado mientras que otros permanecen por años a niveles de venta y precios reducidos.

Crecimiento de los ingresos de una empresa.

En lo que respecta al proforma del crecimiento de los ingresos de una empresa, se comenta que dicho crecimiento está en función del ciclo de vida del producto ya mencionado. No obstante, en cada ramo de la industria, frecuentemente existen muchas empresas compitiendo por una porción del mercado. Para una empresa específica es posible incrementar sus ventas en un mercado en declive, mediante la captura de un mayor porcentaje del mercado. También le es posible a una empresa perder una porción del mercado, resultando en un descenso en las ventas, aún si el mercado está en expansión. Esto implica al valuador estudiar cómo lograr la expansión en el mercado mediante el análisis producto-mercado, ciclos económicos, adaptación a crecimiento, reconversión, etc.

Los factores que deben considerarse, son entre otros:

- a. El segmento del mercado actual de la empresa.
- b. La tendencia en el segmento del mercado de la empresa (¿está creciendo o decreciendo?)
- c. El plan de negocios de la empresa. Éste deberá explicar específicamente cómo la empresa se propone mantener o incrementar el segmento del mercado a través ya sea de precios reducidos, aumento en gastos promocionales y mejoras al producto apoyadas en el incremento en gastos de la oferta y la demanda.

En este punto en el que hablamos de fracciones del mercado, es oportuno mencionar algunas de las clasificaciones de los sistemas de producción y consumo formuladas por los grandes economistas:

Según Marx, las grandes debilidades del capitalismo son el subconsumo y la división estructural de la economía en industrias de bienes de consumo e industrias de bienes de producción, o de capital como hoy las llamamos.

Para explicar tales debilidades, Marx identifica los ciclos económicos periódicos que son generados por las inversiones periódicas y por el desfase temporal entre la producción de bienes de capital y de bienes de consumo.

A partir de dicha idea, han surgido varias teorías modernas de los ciclos económicos, tomando como punto de partida la relación entre bienes de consumo y bienes de capital, consideración indispensable en materia de valuación.

Dentro de las teorías modernas, destaca la de John Kenneth Galbraith, que contribuye con una metodología desde un nuevo enfoque, libre de los convencionalismos anteriores, analizando cada componente del mercado en cuanto a la competencia, las alternativas de las empresas para su sobrevivencia, la demanda, la publicidad y técnicas de venta, así como en cuanto al crédito. (Ver Ramírez Favela Eduardo. *Valuación, Apreciación o Prognosis Inmobiliaria*. Apuntes de Posgrado de Arquitectura 4. U.N.A.M., México, 1998.)

Volviendo al crecimiento de los ingresos de la empresa, cuando se prepara la componente del ingreso en el proforma, es útil identificar las variables clave para ayudar en la formulación matemática de los números y probar su razonabilidad. La siguiente prueba de factores clave del ingreso por giro, es frecuentemente utilizada por los valuadores, especialmente al construir una hoja de cálculo como ayuda en la preparación del proforma:

- Servicio profesional de negocios, tal como ingeniería y firmas legales- horas de trabajo y tarifas medias.
- Guarderías y hospitales – porcentaje de ocupación, camas disponibles, tarifas de ocupación y cargo promedio por paciente (menos descuentos esperados).
- Constructoras - número de casas terminadas y precios promedio por casa terminada.
- Arrendadoras de departamentos- Unidades disponibles, tarifas de ocupación esperada y renta promedio por unidad.
- Restaurantes – mesas servidas por día (o por tanda) y cargo promedio por mesa.
- Arrendadoras de inmuebles comerciales – área neta rentable y renta anual promedio por metro cuadrado.
- Manufactureras – unidades embarcadas y precios promedio de venta.
- Tiendas de menudeo – espacio de piso y ventas por metro cuadrado.
- Productores agrícolas – hectáreas sembradas, rendimiento por hectárea y precio de venta.
- Asociaciones – número de miembros y cuotas anuales.

Si un negocio tiene varias líneas mayores de producción, podrá requerirse establecer suposiciones por producto, línea o ubicación.

Cuentas por cobrar.

Los pronósticos sobre cuentas por cobrar están estrechamente relacionadas a las cuentas de ingresos. La rotación histórica de cuentas por cobrar y el historial de deudas incobrables, pueden ser apropiadas para el período del proforma, las suposiciones históricas sobre dichos conceptos pueden variar.

Pronósticos sobre el Costo de Ventas e Inventario.

El punto de inicio para el proforma de costo de ventas es generalmente la tabla detallada de cuentas de las claves de gasto que compensan los costos de ventas de la empresa. Estas claves deberán también incluir costos generales (indirectos) que forman parte del costo de ventas. A esta lista deberán agregarse cualquier nuevo tipo de categorías de costos que se espera en que se incurrirá en el futuro para apoyar nuevos productos.

Cada componente del costo de ventas deberá categorizarse como una variable de costo (variando como incremento del ingreso) o fija (estable o creciente, pero no a una tasa necesariamente proporcional al crecimiento del ingreso). Dependiendo de su naturaleza (fija o variable), el valuador puede identificar cómo los factores clave, como la inflación, escasez de recursos naturales, fuentes de insumo y volumen de producción pueden afectar el proforma para dicho costo. El valuador encontrará frecuentemente que este nivel de detalle o no es posible o no le es permitido obtenerlo y analizarlo. Ello no le impide usar el enfoque de ingresos futuros descontados. Este enfoque de valuación puede aportar información importante no evidente en el enfoque de ingresos capitalizados, aún cuando algunos de los pronósticos del proforma sean estimados con base en la mejor información disponible y no a partir de información detallada que pudiera permitir estimaciones más precisas.

Los niveles de inventario históricos, estadísticas de rotación y problemas de obsolescencia deberán considerarse también en la identificación de factores clave. El punto de inicio obvio es las tendencias históricas experimentadas por la empresa que en su momento pueden requerir ajustes por supuestos cambios en el crecimiento y pronósticos económicos en el proforma.

Pronósticos acerca de Otros Costos.

Otros Costos normalmente incluyen gastos de ventas, generales y administrativos. Como los costos de ventas, cada componente de otros costos deberá ser identificado, y se plantearán supuestos clave acerca de cómo cambia cada costo con el crecimiento de los ingresos o por alguna otra variable. El valuador no debe desechar el enfoque de ingresos futuros descontados sólo porque la información detallada de costos no esté disponible.

Pronósticos acerca del Inmueble y Equipo y la Depreciación correspondiente.

En el proforma de ganancias futuras, los gastos de depreciación deben ser provistos tanto por los bienes existentes en la fecha del avalúo, como por los bienes que se espera sean adquiridos durante el período del proforma (incluyendo tanto bienes de reemplazo como aquellos necesarios para apoyar el crecimiento esperado). Por ejemplo, supongamos que una empresa posee bienes depreciables con un costo original de \$ 1'000,000 y una vida útil de 10 años. Aplicando el método de la línea recta, la empresa registrará gastos de depreciación anual sobre los activos existentes de \$ 10,000. Si la empresa estima que se requerirán bienes adicionales para apoyar la capacidad de crecimiento, debe hacerse una deducción en el flujo de efectivo bruto para reflejar dichas adquisiciones y deberán ser depreciadas de manera acorde.

Pronósticos sobre la Amortización de la Deuda.

Un error común en el que incurren muchos valuadores en la aplicación del enfoque de ingresos futuros descontados es suponer que el dinero extra generado durante el período del proforma será aplicado para disminuir el nivel de la deuda a cero. Esta es un pronóstico irreal en aquellas empresas que están normalmente apalancadas y tienden a estar apalancadas en el futuro. De hecho, un pronóstico más válido sería que la empresa mantendrá una proporción constante entre deuda y pago año con año. Si los pagos de deuda de la empresa se incrementan a partir de las ganancias durante el proforma, el nivel de deuda también se incrementará si la proporción entre deuda y pago permanece constante.

El valuador deberá evitar por tanto, suponer automáticamente que la liquidez adicional generada por operaciones será empleada para eliminar la deuda existente durante períodos futuros. En vez de ello, deberá determinarse un incremento o disminución en el balance de deuda de la empresa, con base en una supuesta proporción constante entre deuda y pago.

La empresa puede suponer una proporción constante entre deuda y pago año tras año, o puede suponer que la proporción aumentará o disminuirá en períodos futuros. Algunos de los factores que deberán ser considerados en el proforma del balance de la deuda futura de una empresa son los siguientes:

- a. Mientras una empresa crezca en tamaño, los bancos pueden llegar a rehusarse cada vez más a aumentar su nivel de deuda. Esto es muy válido en el estrecho ambiente bancario actual. El balance de la deuda de una empresa puede, por tanto, crecer a una tasa más lenta que sus otras operaciones.

- b. Los contratos existentes de deuda de una empresa pueden tener cláusulas restrictivas que afectarán su capacidad de endeudamiento adicional en el futuro. El efecto de tales cláusulas debe ser evaluado.
- c. El balance de la deuda existente de una empresa en la fecha del avalúo puede ser menor a su capacidad óptima de endeudamiento. En otras palabras, la empresa puede tener una cantidad significativa de bienes no otorgados en garantía crediticia que pueden ser usados como colaterales para préstamos adicionales. Ello indica generalmente que se puede mantener fácilmente una proporción constante entre deuda y pago. Tales empresas son generalmente menos riesgosas que las altamente apalancadas y esta condición deberá reflejarse en la determinación de la tasa de descuento apropiada.

Es importante hacer notar que, cuando una empresa está en crecimiento y mantiene una proporción constante entre deuda y pago, los incrementos en el balance de la deuda se convierten en una fuente de recursos y se refleja en un incremento en el flujo de efectivo neto cada año.

Pronósticos acerca del Impuesto Sobre la Renta.

Al calcular la provisión para impuestos para cada año del proforma, deberán considerarse los siguientes factores:

- a. Deberán aplicarse las tasas de impuestos tanto federales como estatales esperados para la empresa. De existir nuevas políticas sobre impuestos aprobadas a la fecha del avalúo y que estarán vigentes durante períodos futuros, el valuador deberá aplicar las nuevas tasas para los años futuros correspondientes. De otra manera, el valuador deberá usar siempre las tasas actuales para todos los años futuros. Si se ha propuesto nueva política sobre impuestos, pero no se ha aprobado a la fecha del avalúo, el valuador considerará la posibilidad de aconsejar a su cliente o a su representante legal de la problemática con las tasas y sus efectos potenciales sobre el valor de la empresa como consecuencia de la posibilidad de seleccionar varias tasas. El tipo de valor a estimar y el propósito del avalúo pueden afectar la selección bajo tales condiciones de incertidumbre.
- b. Como ya se comentó en páginas anteriores, le pueden solicitar al valuador el empleo de tasas de impuestos específicas. Cuando tales tasas se apliquen para todos los años del proforma, el valuador deberá asegurarse de que las razones para su aplicación se consignen en el dictamen.
- c. Deberá calcularse una tabla para la provisión de impuestos federales y estatales para cada año, independientemente de que la empresa valuada sea sujeta de impuestos.

Ello significa que el impuesto al ingreso podría requerir ser provisto cada año del proforma para una sociedad, compañía o propietario único exentos de impuestos. Este punto ha causado siempre gran polémica entre los valuadores, ya que generalmente no están de acuerdo en que tales entidades exentas de impuestos sean afectadas por dicho concepto.

Sobre la razonabilidad tanto de los factores clave como de los pronósticos utilizados.

Es obvio que deben realizarse una gran cantidad de juicios en la preparación y revisión de los proformas de beneficios futuros. Tales proformas deberán ser apegados a la realidad y diseñados para reflejar resultados esperados razonables. Los proformas no deberán ser utilizados para demostrar capacidad para obtener ganancias, habilidad para generar recursos o más aún para mostrar lo que la empresa pudo haber hecho en el pasado. Quizá el mejor resumen o explicación de la razonabilidad de los pronósticos de un proforma sea lo siguiente:

- Los pronósticos son la esencia y el factor más determinante del proforma financiero. La calidad de los pronósticos de las variables fundamentales a la larga determina la calidad de los proformas financieros.
- La atención destinada a la razonabilidad de un pronóstico particular deberá ser acorde con el aparente impacto relativo de tal pronóstico en los resultados esperados. Los pronósticos con alto impacto deberán recibir más atención que los de menor impacto.
- Los pronósticos deberán ser razonables y satisfactoriamente soportados. El nivel de soporte debe ser persuasivo, aunque hay veces en que un número de pronósticos en un rango estrecho de posibilidades puedan parecer iguales.
- La naturaleza de la empresa de negocios es tal, que muchos pronósticos fundamentales se interrelacionan y algunos de sus elementos pueden tener efectos múltiples. Por ejemplo, un lento descenso en la actividad económica generalmente no solo provoca un lento descenso en el volumen de ventas, sino también afecta los precios y la disponibilidad y el costo de los insumos. Las condiciones supuestas al llegar a las ventas esperadas o los datos de ingresos deberán ser consistentes con los pronósticos realizados en el proforma financiero de los costos de operación. Deberá asegurarse cuidadosamente de que se han considerado los costos e ingresos adecuados; que se dispondrá de suficiente capacidad y recursos para producir los ingresos previstos; que los gastos de capital han sido reconocidos como apropiados; que la provisión para impuestos aplicables se haya hecho y que la necesidad de financiamiento se ha considerado.
- El soporte de los pronósticos podría incluir fuentes del mercado; indicadores generales económicos (como los emitidos por el Banco de México), tendencias y patrones diseñados a partir de la operación histórica de la empresa, tales como tendencias de ventas históricas y datos y análisis internos, como podría ser la posible existencia de cláusulas en los contratos gremiales relativas a tasas laborales.
- Al analizar pronósticos alternativos, se debe tener cuidado para evaluar la situación objetivamente. Relacionar pronósticos con condiciones pasadas o presentes es un enfoque útil para verificar la razonabilidad o la propiedad; no obstante, las tendencias no son necesariamente indicadores confiables del futuro. Hay que poner particular atención en la posibilidad de cambios en las condiciones, lo cual debe apoyarse principalmente en la teoría y en la comprensión de los factores causales básicos.
- Generalmente no es factible documentar y soportar exhaustivamente todos los pronósticos que fundamentan los proformas financieros. No obstante, es necesario buscar e identificar explícitamente la información que forma la base para los pronósticos más importantes; aunque frecuentemente, los pronósticos más básicos con enorme potencial de impacto, tales como aquellos relacionados con condiciones de crisis ocasionadas por guerras o bloqueos económicos, no son explicados explícitamente. A pesar de las precauciones, una retrospectiva revelará frecuentemente pronósticos que han sido soslayados o que, a la luz de las circunstancias recientes, recibieron un inadecuado tratamiento.

Es más, la naturaleza del desarrollo de los proformas financieros es tal, que algunos pronósticos pudieran no materializarse, pudiendo ocurrir eventos y circunstancias no anticipados, no importa qué tanto esfuerzo, análisis o apoyo haya sido realizado.

El horizonte del proforma deberá extenderse lo necesario para que se considere con objetividad el comportamiento futuro de la unidad económica desde diferentes perspectivas, hasta el año posterior a la obtención de un nivel estabilizado.

El horizonte debe analizarse desde las perspectivas de:

- La posición tecnológica del proceso productivo, de los insumos y de los productos.
- El entorno urbano y ecológico.
- La caducidad de patentes, concesiones y franquicias.
- El plazo de los créditos contratados.

Al aplicar el enfoque de ingresos futuros descontados, el valuador debe en primer término, obtener (o preparar) un proforma de las operaciones futuras para cada año hasta se que el nivel de estabilidad se haya alcanzado. (márgenes de beneficio y crecimiento sostenido). Este nivel generalmente se alcanzará cuando se espera que la operación futura no difiera de la operación normal (en el punto medio del ciclo operativo para empresas cíclicas) excepto como resultado de un crecimiento normal. Para ilustrar lo anterior, hay que suponer que una cadena de venta de ropa al menudeo inicia operaciones en 1998, con una tienda y desea crecer a 10 tiendas durante los próximos años. La empresa espera tener el número de tiendas que se ilustra en la tabla, abiertas al final de cada uno de los próximos cinco años.

NÚMERO DE TIENDAS QUE SE ESPERA OPERARÁN DURANTE LOS PRÓXIMOS CINCO AÑOS

Año	Número de tiendas en operación	Porcentaje del número total de tiendas esperado.
1998	2	20%
1999	5	55%
2000	8	80%
2001	10	100%
2002	10	100%

Año	Porcentaje
1998	20%
1999	55%
2000	80%
2001	100%
2002	100%

En este ejemplo, se espera que todas las tiendas estén abiertas al final del año 2001. Por tanto, en el año 2001 el nivel estabilizado de operación se habrá alcanzado y la operación futura no se afectará más por concepto del aumento en el número de tiendas. Las operaciones después del año 2001 se diferenciarán sólo como resultado del crecimiento normal, por inflación y otros factores de mercado. En este ejemplo, el proforma habría incluido sólo cuatro años de operación antes de que el nivel de operación estable se hubiera alcanzado.

El proforma del año terminal.

El año terminal del proforma es el primer año completo que sigue a aquel en el que se ha alcanzado el nivel de crecimiento estabilizado y también se ha alcanzado un margen de beneficios sostenido. En el ejemplo anterior, se espera que el nivel de operación estable esperado se alcance al final del año 2001 y por tanto, el año terminal es el 2002, que es el primer año completo de operación estabilizada. Como ya se comentó, la estimación del valorador relativa al valor de la empresa durante el año terminal es una componente importante del valor bajo el enfoque de beneficios futuros descontados.

El número total de años por incluir en el proforma.

El proforma deberá incluir todos los años futuros encaminados a alcanzar el nivel estable de operación y también el año siguiente, que se denomina año terminal. En el ejemplo anterior, el proforma deberá incluir los años 1998 a 2001, o un total de cinco años. El número de años en un proforma determinado variará de una empresa a otra, pero generalmente oscila entre dos y diez años.

De ser posible, el proforma debe ser aprobado por la parte responsable.

En muchos casos, el valuador tendrá la responsabilidad de preparar el proforma financiero. En consecuencia, las partes involucradas en la realización del avalúo pueden ver al valuador como el responsable del proforma en lugar del director de la empresa. No obstante, este punto de vista es totalmente incorrecto. El proforma deberá basarse en los conocimientos de la parte responsable (generalmente el propietario o director de la empresa por valorar), acerca de la operación futura de la empresa. Esa parte responsable deberá coincidir con los pronósticos y lógica aplicadas en la preparación del proforma. El papel del valuador deberá ser el de facilitar la ayuda a la parte responsable para traducir los pronósticos a una presentación financiera. En una situación ideal, el valuador contará con la revisión del proforma por la parte responsable y la firma de una constancia de que la parte responsable está de acuerdo con el proforma. En algunos casos, pudiera ser que el directivo o el propietario de la empresa que se valúa se muestre poco cooperativo, como sería el caso de un avalúo para un divorcio. En tales situaciones, el valuador podría no contar con el apoyo del responsable de la empresa. En esos casos, el valuador podría consignar en el avalúo, la falta de cooperación y de colaboración de las partes responsables.

Algunos valuadores pueden tener responsabilidades adicionales en cuanto a la presentación y reporte de proformas.

Los valuadores afiliados a organismos gremiales, deberán tener presente la posible existencia de normas específicas por parte de dichos organismos, lo que deberá ser tomado en cuenta en la presentación de sus trabajos.

El valuador deberá considerar la posibilidad de obtener información procedente de otras fuentes en la preparación de los proformas.

De la lectura de los párrafos precedentes, resulta obvio que la preparación de proformas financieros es un asunto muy complejo. En tal virtud, se recomienda que los valuadores consulten bibliografía que pueda servir de apoyo técnico en su desempeño profesional.

Resultados de operación negativos o marginalmente positivos dentro del proforma. Antes de terminar con el tema del proforma, debe hacerse notar que bajo el enfoque de ingresos futuros descontados, el valor total de los derechos de propiedad en una empresa constan de dos componentes: el valor presente de los ingresos de la empresa y el valor presente de la empresa en el año terminal del proforma. El enfoque de ingresos futuros descontados es el más apropiado cuando se espera que toda la operación futura sea positivo. No obstante, en algunos casos el valuador puede encontrarse con que la empresa a valuar espera pérdidas o flujos de efectivo negativos durante ciertos períodos futuros. Aún cuando la operación futura no sea negativa, puede ser solo marginalmente positiva comparada con otros años u otras empresas del mismo ramo. Generalmente, el enfoque de ingresos futuros descontados no debería ser aplicado cuando la empresa tiene resultados negativos o marginalmente positivos en el año terminal del proforma.

Como ya se comentó, el año terminal de un proforma se alcanza el siguiente año a la estabilización del nivel de operación (crecimiento y márgenes de beneficios sustentables). El valor de la empresa se estima con base en los ingresos del año terminal y esta estimación se descuenta al presente como una componente del valor total de la empresa. Si las operaciones de la empresa en el año terminal son negativos o marginalmente positivos, su valor podría no estar representado por su capacidad de ingreso y el valuador probablemente no debería aplicar un enfoque basado ni en las ganancias ni en el flujo de efectivo neto.

Paso 2- De ser necesario, ajustar el análisis financiero por concepto de errores contables o ajustes por normalización.

Si el valuador se involucra en la preparación del proforma, este paso podría ser innecesario (ya que en teoría se consideraron los Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados (P.C.G.A.)). No obstante, en algunos casos, especialmente cuando al valuador le fue entregado el proforma totalmente preparado por la dirección de la empresa, quizá haya que ajustar cada año del análisis financiero por varios factores, entre los que se incluyen los siguientes:

- a. Ajustes requeridos por los P. C. G. A. (incluyendo ajustes que se requieren para ciertas industrias especializadas).
- b. Ajustes para tales bienes como compensación que excede o es menor que un nivel razonable, transacciones entre socios que no están al alcance, etc.
- c. Ajustes por el impacto de activos sin uso, exceso de activos o falta de activos.

Ajustes por Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados. (P.C.G.A.)

Como ya se mencionó, los proformas financieros generalmente son preparados ya sea por la empresa valuada o por el valuador. Los proformas que son recibidos por parte de la empresa valuada pueden contener errores de P.C.G.A. que necesitarán ser corregidos por el valuador. El valuador deberá revisar siempre cada año del proforma y ajustar por concepto de errores encontrados.

En virtud de que los valuadores están generalmente familiarizados con las reglas contables P.C.G.A., los proformas preparados por ellos, raramente requieren ajustes por tal concepto. El valuador simplemente corrige cualquier error al tiempo que prepara el proforma.

Otros ajustes.

El valuador debe estar alerta acerca de otros tipos de ajustes independientemente de quién prepare el proforma. Ya se mencionó que aquellos ajustes por compensación que excedan o sean menores a un nivel razonable, en relación con transacciones entre socios y factores similares que lleguen a ser más importantes cuando el valuador estima el valor de los derechos de control y menos importantes cuando se encarga de valorar derechos minoritarios. Los ajustes por el impacto de activos fuera de operación, exceso de activos o falta de activos se detallan más adelante en el Paso N° 9 del método de ingresos futuros descontados.

Paso 3 – Si es necesario, recalcular (o calcular) las provisiones de impuestos para cada año en el proforma financiero.

Como se comentó previamente, el proforma deberá contener una provisión para Impuesto sobre la Renta para presentar apropiadamente el proforma de ganancias netas.

Paso 4 – Ajustar los montos de ganancias netas para cada año del flujo de efectivo neto (De ser procedente).

Ya se mencionó que el valuador puede estimar el valor de una empresa descontando cada ganancia neta futura o flujo de efectivo neto (mientras la tasa de descuento sea la apropiada para el flujo de beneficios seleccionado). Cuando el valuador decide descontar las ganancias netas, el Paso 4 puede ser saltado porque ya ha obtenido un proforma de ganancias netas normalizadas al aplicar los Pasos 1 a 3. No obstante, la mayoría de los valuadores prefiere descontar el flujo de efectivo neto de la empresa. En tal virtud, el Paso 4, en el cual las ganancias netas normalizadas durante cada año del proforma se convierte en flujo neto de efectivo, generalmente se requiere siempre y cuando se utilice el enfoque de ingresos futuros descontados neto.

Fórmula para convertir ganancias netas en flujo de efectivo neto.

El flujo de efectivo neto de una empresa puede razonarse como la porción de las ganancias netas disponible para ser pagada como dividendos o distribuciones a los propietarios de la misma. Normalmente, el flujo de efectivo neto de una empresa será menor que sus ganancias netas porque una porción de las ganancias deben ser retenidas para financiar el crecimiento de la empresa, adquirir equipo, pagar deudas existentes, etc. El flujo de efectivo neto de una empresa para un año dado, generalmente se deriva de sus ganancias netas aplicando la siguiente fórmula:

$$\begin{array}{rcl} & \text{Ganancias netas} & \\ + & \text{Cargos no monetarios} & \\ + \text{ o } - & \text{Cargos netos en otros componentes del capital de trabajo.} & \\ + \text{ o } + & \text{Cargos netos en activos fijos y otros activos no fijos} & \\ + \text{ o } - & \underline{\text{deuda a largo plazo (*)}} & \\ = & \underline{\underline{\text{Flujo neto de efectivo}}} & \end{array}$$

(*) El ajuste por concepto de deuda a largo plazo, de existir, depende de muchos factores y puede no ser aplicable en todos los casos.

La fórmula anterior, contiene los siguientes dos tipos de ajustes que deberán ser aplicados a las ganancias netas:

- a. Cargos no monetarios y,
- b. Recepciones de efectivo y desembolsos que pueden resultar de las operaciones de la hoja del balance.

Añadir los cargos no monetarios.

El primer paso para convertir las ganancias netas de una empresa en flujo de efectivo neto es añadir los cargos no monetarios. Los ingresos de una empresa, generalmente representan recepciones de dinero, mientras los gastos representan pagos de dinero. No obstante, los cargos no monetarios representan gastos que no resultan en entregas de dinero. Tales cargos disminuyen las ganancias de la empresa, pero no su flujo de dinero neto.

Pueden existir muchos tipos de cargos no monetarios, pero el más común incluye la depreciación, amortización y gastos de impuestos diferidos. Como ya se comentó, los impuestos diferidos solo deberán ser añadidos a las ganancias netas si se espera que el pasivo diferido relativo a impuestos crezca en el futuro. Cuando ello ocurre, el impuesto diferido representa un diferido "permanente" y el gasto por impuesto diferido deberá añadirse a las ganancias como un cargo no monetario. En resumen, los impuestos diferidos no deben añadirse a las ganancias para determinar el flujo de efectivo neto a menos que el pasivo diferido por impuestos de la empresa se espera que continúe en aumento.

Recepciones de dinero y desembolsos que pueden resultar de las operaciones de la hoja del balance.

Los cambios en la hoja de cuentas de balance de una empresa (tales como la adquisición o venta de activos fijos) frecuentemente resultan en pagos de dinero o recepciones de dinero, incrementando o disminuyendo el flujo de efectivo neto de la empresa. Por tal razón, cuando la tasa de descuento se basa en el flujo de efectivo neto, el proforma financiero puede incluir tanto a la hoja de balance como a los estados de ingreso. El valuador tendrá que determinar en qué forma los cambios en el proforma de hoja de balance afectan al flujo de efectivo de cada año. Para ello deberá considerarse lo siguiente.

- a. *Aumentos o disminuciones en el capital de trabajo.* Los aumentos en el capital de trabajo (activo fijo menos pasivo fijo) generalmente resultan en reducciones del flujo de efectivo neto, mientras que las disminuciones en el capital de trabajo resultan en aumentos en el flujo de efectivo neto. Esto es porque una empresa que está creciendo debe invertir montos adicionales de dinero en incrementar los niveles de capital de trabajo. Estas erogaciones adicionales de dinero reducen el flujo de dinero de la empresa. Los profomas de requerimientos futuros de capital de trabajo y las componentes individuales del capital de trabajo deberán prepararse a detalle en la medida de lo posible. Esto generalmente hace necesario determinar las razones de rotación histórica de inventarios e insumos, entre otros, que puedan ya sea mantenerse constantes en el futuro o modificarse con base en la operación futura. Si no se pueden realizar análisis detallados, el valuador deberá determinar si existe alguna relación histórica entre los cambios en los ingresos de la empresa y los cambios en su capital de trabajo. Los incrementos en los ingresos de una empresa pueden conducir a incrementos en su capital de trabajo aproximadamente en el mismo porcentaje. Las disminuciones en los ingresos de una empresa pueden, igualmente, conducir a disminuciones en su capital de trabajo.

- b. *Los incrementos o disminuciones en activo fijo y otros activos a largo plazo.* El gasto de depreciación es un cargo no monetario que deberá ser añadido a las ganancias netas para llegar al flujo de efectivo neto. Al convertir ganancias netas a flujo de efectivo neto, generalmente se requiere de una reducción en el flujo de efectivo neto para reflejar los efectos de desembolsos futuros de capital destinados al remplazo de activos. Aún cuando las erogaciones pueden no ser hechas hasta varios años después, el efecto anual de tales compras anticipadas debe ser incluido en cada año del proforma. Como ya se comentó, el monto de las erogaciones de capital requeridas para mantener el tamaño existente de los activos base de una empresa es igual al costo de remplazo de sus activos depreciables entre el promedio de vida de los activos. En tal virtud, a dicho monto deberá agregarse otro monto adicional para financiar el crecimiento. En algunos casos, el valuador podrá estimar las erogaciones de capital requeridas por una empresa con el apoyo de la dirección de la misma, basado en la edad y condiciones de los bienes principales existentes y los bienes adicionales requeridos para apoyar el crecimiento esperado.

La provisión anual para erogaciones de capital serán frecuentemente mayores que el nivel de gasto de depreciación del mismo año porque el remplazo de los activos normalmente será más costoso que los activos existentes. El alto costo de remplazo de los activos se debe a los efectos combinados de la inflación y la tasa de crecimiento esperado de la empresa. Si las ventas de una empresa están creciendo a una tasa anual del 12%, por ejemplo, se requerirá en el futuro de la adquisición de activos de producción con una capacidad mayor (y un precio mayor). Si el proforma incluye una inversión en nuevas operaciones, las erogaciones de capital para soportar estas operaciones deberá ser provisto para cada año.

- c. *Aumentos o disminuciones en la deuda a largo plazo.* Como ya se comentó, los préstamos a largo plazo de una empresa se incrementan en la medida en que la empresa crece. El aumento o disminución en el balance de la deuda de una empresa deberá calcularse para cada período futuro. En caso de requerirse, todo ajuste por concepto de deuda a largo plazo dependerá de muchos factores y pudiera no ser aplicable en todos los casos.
- d. *Otros factores.* Algunas empresas pueden tener otras cuentas en la hoja de balance que pudieran impactar en los flujos futuros de efectivo. Por ejemplo, los dividendos que deben pagarse sobre reservas preferentes y otros pagos principales deben ser consideradas en la determinación del flujo futuro de efectivo. Tales pagos de dividendos representan una salida en el flujo de efectivo neto disponible para las acciones comunes valuadas y por tanto deberán ser considerados dentro del proforma si el valuador se ha comprometido a valorar dividendos.

Paso 5 – Determinar la tasa de descuento.

La determinación de la tasa de descuento de una empresa se ha comentado anteriormente. En resumen, algunas de las consideraciones más importantes involucradas en la determinación de una tasa de descuento son las siguientes:

- a. La tasa de descuento de una empresa representa una tasa total de retorno que un inversionista demandaría con base en el riesgo relativo de una inversión en una empresa.

- b. Una tasa de descuento puede determinarse mediante el método de “construcción”. No obstante, y de encontrarse buenos datos de empresas comparables, podría aplicarse el enfoque conocido como Modelo del Precio de los Activos Principales.
- c. Normalmente, el flujo de beneficios que se descuenta bajo el enfoque de la operación futura descontada es el flujo de efectivo; por tanto, la tasa de descuento deberá establecerse en los términos del flujo de efectivo neto.

Paso 6 – Estimar el valor de la empresa durante el año terminal.

El enfoque de ingresos futuros descontados incluye dos componentes principales:

- a. El valor presente de las operaciones futuras desde el día del avalúo hasta que se alcance un nivel estable de crecimiento y márgenes de beneficio sostenible, y
- b. El valor presente del valor de la empresa en el año terminal del proforma (el primer año completo después de que la empresa haya alcanzado un nivel estable de crecimiento y márgenes de beneficio sostenible).

En lo que se refiere al segundo punto, el valor final de la empresa considerada como inmueble, se conoce como Valor de Rescate, mismo que debe calcularse a valor presente para sumarlo al valor presente de las ganancias netas de la operación de la empresa y obtener el valor total de la empresa como negocio. Existen varios métodos para estimar el valor de rescate. Entre los métodos más utilizados en México destacan los siguientes:

- Método de perpetuidad en el año final del flujo operativo.

Estimado a partir del estado de resultados proforma:

$$\frac{\text{Utilidad neta (después de impuestos) + depreciación y amortización}}{\text{Tasa de descuento}}$$

- Método de incremento repercutido en los ingresos.

Estimado a partir del flujo de efectivo proyectado:

Inversión inicial actualizada en función del factor de incremento anual esperado en los ingresos, hasta el año final del flujo.

- Método de la depreciación y amortización.

Estimado a partir de la tabla de depreciación y amortización:

$$\frac{\frac{\text{Depreciación y amortización en el año final del análisis}}{\text{Depreciación y amortización en el año inicial del flujo}}}{\text{Inversión total}}$$

- Método del flujo generado.

Estimado a partir del flujo de efectivo proyectado:

Flujo de efectivo total - Inversión inicial actualizada en función del factor de incremento anual esperado en los ingresos, hasta el año final del flujo.

- Método de las utilidades del año 10.

Estimado a partir del estado de resultados proforma:

Utilidad antes de impuestos y P.T.U. del año 10, multiplicado por 5.

Para calcular el valor presente del inmueble, el método más utilizado en México es el primero de los mencionados; es decir, el valor presente de una perpetuidad.

En los Estados Unidos, el método más utilizado en la estimación del valor presente de una empresa es el denominado Modelo Gordon, que en México comienza a ser aplicado, por lo que se considera conveniente comentarlo.

El método conocido como Modelo Gordon.

Como hemos visto, existen varios métodos que pueden aplicarse en la estimación del valor de una empresa durante el año terminal, incluyendo métodos basados en precio/ganancias y otros múltiplos del valor. No obstante, el método más utilizado por los valuadores en los Estados Unidos, es la capitalización de las operaciones del año terminal con base en el Modelo Gordon. Este modelo es similar al enfoque de ingresos capitalizados ya comentado. Parte de la premisa de que el valor de una empresa es igual a los dividendos del año siguiente del que alcanza su estabilidad, entre la tasa de descuento menos la tasa de crecimiento. En tal virtud, el Modelo Gordon puede expresarse mediante la siguiente fórmula:

$$\text{Valor actual} = \frac{\text{Dividendos del año siguiente del que alcanza su estabilidad}}{(\text{Tasa de descuento} - \text{tasa de crecimiento})}$$

Aplicación del Modelo Gordon con diferentes flujos de beneficios.

El enfoque de ingresos futuros descontados requiere que el valuador obtenga o prepare el proforma de ganancias futuras o el flujo de efectivo neto, Éste último es el más utilizado cuando se utiliza el enfoque de ingresos futuros descontados. La ecuación anterior puede aplicarse tanto al flujo de efectivo neto como a las ganancias (más que a dividendos) simplemente sustituyendo ya sea el flujo de efectivo neto o las ganancias por dividendos y asegurándose que se emplee la tasa de descuento apropiada. En otras palabras, las siguientes fórmulas pueden aplicarse para determinar el valor de una empresa con base ya sea en flujo de efectivo neto del año terminal o en los ganancias netas:

$$\text{Valor actual} = \frac{\text{Flujo neto de efectivo del próximo año}}{(\text{Tasa de descuento}_{(\text{flujo de efectivo neto})} - \text{Tasa de crecimiento})}$$

$$\text{Valor actual} = \frac{\text{Ganancias del próximo año}}{(\text{Tasa de descuento}_{(\text{ganancias})} - \text{Tasa de Crecimiento})}$$

Relación del Modelo Gordon con el Enfoque de Ingresos Capitalizados.

Este modelo será fácil de comprender si se relaciona con el enfoque de ingresos capitalizados ya mencionado, donde se comentó que la tasa de capitalización puede ser calculada restando a la tasa de descuento para un período dado de ingresos de la empresa, la tasa promedio compuesta de crecimiento. Habíamos dicho también que la tasa de capitalización puede utilizarse para estimar el valor de la empresa si las ganancias proyectadas para el próximo año o flujo de caja de ese año, se divide entre la tasa de capitalización. Si comparamos esta definición del enfoque de ingresos capitalizados con las fórmulas expresadas líneas atrás del Modelo Gordon, resulta claro que se trata del mismo principio.

Aplicación del Modelo Gordon para determinar el valor en el año terminal.

Su aplicación consiste en dividir el flujo de efectivo neto o las ganancias para el año terminal entre la tasa de descuento menos la tasa de crecimiento esperada.

Paso 7 – Descontar la operación futura para llegar a una estimación de valor.

En este momento del proceso de valuación, el valuador tiene toda la información necesaria para estimar el valor de la empresa aplicando el enfoque de ingresos futuros descontados. La tasa de descuento para el flujo de beneficios apropiado (ya sea flujo de efectivo o ganancias netas) ya ha sido determinada por el método de “construcción” o por el método de Modelo de Precios de los Bienes más Importantes. También ha obtenido o preparado el proforma de la operación futura y estimado el valor en el año terminal. Lo único que resta es descontar dichos ingresos futuros a valor presente, aplicar las verificaciones al valor de operación resultante, añadir o sustraer los efectos de cualquier exceso de activos, activos ociosos o falta de activos y otros ajustes que pudieran ser procedentes.

Métodos de descuento.

Existen muchos métodos para descontar ingresos futuros o flujos de efectivo neto a valor presente. No obstante, todos ellos se basan en los principios del interés compuesto, de donde se deriva la fórmula matemática para descontar un beneficio futuro a valor presente:

$$VP = \frac{VF}{(1 + i)^n}$$

donde:

VP = Valor presente de un flujo de beneficios futuros.

VF = Valor futuro, es decir, el valor esperado durante un período futuro.

i = Tasa de descuento.

N = Número de períodos (generalmente en años) al cual el VF será descontado.

Para ilustrar la aplicación de esta fórmula, supongamos que el flujo efectivo neto de una empresa durante un proforma de 6 años se espera en \$ 1'800.000. El valor presente del flujo de beneficios suponiendo una tasa de descuento para el flujo de efectivo neto del 25%, se puede determinar de la siguiente manera:

$$\begin{aligned}
 VP &= \frac{\$ 1'800,000}{(1 + 0.25)^6} \\
 &= \frac{\$ 1'800,000}{3.8147} \\
 &= \$ 471,859
 \end{aligned}$$

Esta fórmula se aplica para calcular el valor presente de un flujo de efectivo neto o de ganancias de un solo año. Sin embargo, para determinar el valor total de una empresa, se debe sumar el valor presente de cada año individual de ganancias o flujo de efectivo neto y el valor presente de la empresa en el año terminal. Cuando se haya estimado el valor terminal mediante el Modelo Gordon, éste se debe descontar a valor presente aplicando el mismo lapso del último año del proforma en virtud de que el Modelo Gordon supone que el valor de la empresa se da al final del último año del proforma de operación. Por ejemplo, si el valor de una empresa se va a basar en 6 años de operación y un valor terminal, tanto el último año de operación como el valor terminal deberá descontarse en el mismo período de 6 años.

El valor total de la empresa representa la suma del valor presente de los resultados de cada año de operación y el valor presente del valor terminal de la empresa. La fórmula para determinar el valor de la empresa mediante el enfoque de ingresos descontados es la siguiente:

$$VP = \frac{VF}{(1 + i)^n}$$

Se han desarrollado herramientas de apoyo para la aplicación de la fórmula del valor descontado. Las más comunes son: el uso de las tablas de valor presente, de calculadoras y de programas de computación, lo que han contribuido a simplificar y facilitar el trabajo. No obstante, siempre será importante que el valuador comprenda los principios y razonamientos de las matemáticas financieras.

IX. UN CASO PRÁCTICO

VALOR DE UN HOTEL COMO NEGOCIO EN MARCHA

INTRODUCCIÓN.

Como resultado del convenio de coinversión en la empresa Paraiso Miramar, S.A. de C.V., celebrado con el Instituto para el Desarrollo Turístico del Pacífico (IDETUP), el 12 de junio de 1995, ese Instituto constituyó en Banco Intercontinental, S.A. un Fideicomiso Traslato de Dominio e Irrevocable en el cual la empresa Paraiso Miramar, S.A. de C.V. en su carácter de fideicomisario, realizaría la construcción de un hotel de cinco estrellas o gran turismo, así como la edificación de villas o condominios de uso turístico y llevaría a cabo la explotación turística del inmueble y la comercialización de las villas y condominios.

El fideicomiso se denominó "Fideicomiso Paraiso Miramar" y tuvo como patrimonio inicial el lote No. 157 de la zona hotelera de Bahías de Huatulco, con una superficie de terreno de 116,824 m² ubicado en el Municipio de Santa María Huatulco, Oaxaca, la cual fue aportada por FONATUR para que en ella se efectuara el proyecto.

Se estableció que el patrimonio del fideicomiso se incrementaría con aportaciones en especie, incluyendo los planos, construcciones, edificaciones, obras y proyectos que realice Paraiso Miramar, S.A. de C.V.

MÉTODO DE VALUACIÓN.

Esta evaluación se realizó únicamente respecto a la operación hotelera, con base en las premisas de ocupación y tarifas proporcionadas e inferencias aplicables.

La documentación contable disponible se refiere a estados financieros auditados para 1996 y 1997 e internos para 1998, 1999, 2000 y acumulado a marzo de 2000. Para 1998 y 1999 se proporcionaron las balanzas de comprobación respectivas que consolidan tanto las actividades del hotel como la administración y comercialización de los condominios y villas.

Asimismo, como herramienta de apoyo para la valuación, se tomó información respecto a proyecciones de la operación hotelera de 1999 al 2009 y de las tarifas y niveles de ocupación promedio, aunque cabe destacar que estos datos no son completamente comparables con las cifras reflejadas en los estados financieros internos.

Dado que no es posible ni práctico para los propósitos de este trabajo incluir la documentación contable mencionada que sirvió de base para este ejemplo, únicamente se comenta que se analizó la información disponible con el propósito de contar con los elementos necesarios para:

- a) Observar el comportamiento de la operación del hotel y estimar un porcentaje de ocupación esperado para el período de análisis.
- b) Identificar la relación proporcional que guardan entre sí los conceptos de ingresos para inferir su estructura en las proyecciones.

- c) Analizar los costos y gastos para estimar una estructura de los mismos en el período de estudio.

Para establecer el valor como negocio en marcha del Hotel Puesta del Sol, se consideraron las siguientes premisas:

- Las proyecciones y la valuación se elaboraron a pesos constantes del año 2000, calculando los ingresos y gastos para este período de acuerdo a lo observado hasta el mes de junio y estimando una tarifa promedio con base en el comportamiento estacional histórico.
- El nivel de ocupación que se toma como base es del 48.90%.
- No considera nuevas inversiones ni adiciones de personal.
- No se toman en cuenta pasivos laborales, bancarios ni de ninguna especie.

La conformación de los flujos partió de las siguientes premisas:

El método de evaluación utilizado fue el valor presente de los flujos de efectivo, el cual consiste en realizar proyecciones financieras de la operación del hotel. Tales proyecciones financieras se efectúan a pesos constantes y los flujos que genera se descuentan a una tasa determinada para traerlos a valor presente. Dicha tasa equivale al rendimiento real que un inversionista espera obtener por sus recursos considerando el riesgo de la empresa y su posicionamiento en el mercado.

Se consideró un período de análisis de 10 años y en el periodo 10° se calculó el valor presente de una perpetuidad, ya que se estima que a partir de ese momento se estabiliza el crecimiento de la actividad.

Dado el carácter didáctico de este ejercicio, a continuación se resumen los análisis efectuados a partir de la información obtenida de los estados financieros.

INGRESOS.

- Tarifa.

Se supone que la tarifa permanece constante durante los primeros cinco años. A partir del sexto año, se incrementa en un 1.0%, alcanzando una tarifa en el último año de proyección de \$ 1,120.81, lo que representa un incremento del 5.1% con respecto al año base.

- Ocupación.

Considerando las expectativas de FONATUR, relativas a un mayor dinamismo turístico en las Bahías de Huatulco, aunado a una mayor promoción del Hotel que realice la nueva

administración; los niveles de ocupación promedio proyectados para cada uno de los periodos será el siguiente:

Periodo	Ocupación Promedio (puntos porcentuales)
1	48.9
2	50.9
3	52.9
4	54.9
5	56.9
6	58.4
7	59.9
8	60.9
9	61.4
10	61.9

El año base de la proyección se inicia con un 48.9% de ocupación promedio, alcanzándose el nivel máximo del 61.9% en el 10º período.

- Cuartos.

Este concepto se determinó aplicando la tarifa promedio y el porcentaje de ocupación al número de cuartos disponibles al año, considerando que todos los cuartos con que cuenta el hotel (120) se encuentran habilitados para ser ocupados.

- Alimentos, bebidas, mini bar, otros alimentos y bebidas, teléfonos, lavandería y otros.

Estos rubros se proyectaron en función a la proporción que guarda cada uno respecto a los ingresos por cuartos, ya que las intensidades de su consumo dependen estrechamente de los niveles de hospedaje. Dicha proporción se calculó de acuerdo al total de los ingresos de cada rubro reportados en estados de resultados internos de 1996 a 1999, siendo las siguientes las relaciones observadas en cada concepto:

Concepto	Proporción respecto a ingresos por cuartos
Alimentos	32.65%
Bebidas	15.11%
Mini Bar	1.37%
Otros Alimentos y Bebidas	0.09%
Teléfonos y Lavandería	3.05%
Otros	3.41%

COSTOS Y GASTOS.

- **Costos Departamentales.**

Este concepto se estimó con base en los costos históricos promedio de cada departamento (1997-junio 2000) respecto a su correspondiente ingreso promedio, ya que se aprecia que la relación gasto/ingreso de cada rubro no presenta una dispersión significativa en el tiempo.

La relación de costos departamentales observada fue la siguiente:

Rubro de Costo	% sobre los ingresos correspondientes
Alimentos	32.50
Bebidas	18.03
Mini Bar	39.04
Teléfonos y Lavanderías	48.76
Otros	0.80

- **Gastos Departamentales.**

Este rubro fue también estimado de acuerdo con la participación de los gastos históricos relativos a su correspondiente ingreso departamental. La proporción utilizada es la siguiente:

Rubro de Gasto	% sobre los ingresos correspondientes
Cuartos	10.72
Alimentos	34.73
Bebidas	16.97
Mini Bar	9.68
Teléfonos y Lavanderías	4.65

- Otros Gastos Departamentales.

Estos gastos se calcularon igual que los dos anteriores, de acuerdo a la proporción que a continuación se muestra: Rubro de Gasto	% sobre los ingresos correspondientes
Cuartos	6.71
Alimentos	9.97
Bebidas	19.22
Mini Bar	0.02
Teléfonos y Lavanderías	0.01

- Gastos Indirectos.

Este grupo de gastos incluye los desembolsos de efectivo por administración, promoción y ventas, mantenimiento y energía (luz, gas, agua, etc.) y fueron proyectados de acuerdo con la relación porcentual histórica promedio que guardan con los ingresos totales, la cual está dada de la siguiente forma:

Gastos Indirectos	% sobre los ingresos totales
Administración	16.17
Ventas y Promociones	7.00
Mantenimiento	8.44
Energéticos	4.86

- Depreciación.

Este concepto asciende a \$ 4'167,436 y se calculó aplicando los porcentajes máximos autorizados por la Ley del Impuesto Sobre la Renta a las cifras del avalúo físico, las cuales fueron las siguientes: CONCEPTO	Valor según avalúo (\$)	Tasa de depreciación (%)	Valor de la depreciación (\$)
Terreno	43'231,450	---	---
Construcciones	51'600,750	5	2'580,037
Instalaciones Especiales	10'320,150	10	1'032,015
Mobiliario y Equipo de operación (estimado)	5'553,838	10	555,384
TOTAL	110,705,188		4'167,436

- Seguros, Predial y Derechos de Uso de Zona Federal.

En lo que respecta a estos rubros, se proyectaron como un porcentaje de los ingresos totales estimados, los cuales fueron 0.66% para seguros, 0.5% para impuesto predial y 0.29% para los derechos de uso de zona federal (playas).

- ISR, IMPAC y PTU.

Debido a que los resultados estimados resultan positivos, para determinar el ISR se aplicó una tasa del 34% a cada uno de los períodos de conformidad con lo que estipula la Ley de Impuesto Sobre la Renta, considerándose que dicho el importe generado habrá de compensar el Impuesto al Activo.

En cuanto al cálculo de la participación a los trabajadores en la utilidades de la empresa, la tasa aplicada fue del 10% sobre la utilidad antes de impuestos.

FLUJOS DE EFECTIVO.

A los resultados obtenidos se le agregaron los valores respectivos de depreciación, con objeto de calcular el flujo de efectivo esperado en cada período de la proyección, y así determinar el Valor Presente de los mismos.

Por otro lado, en virtud de que se considera que a partir del último período de proyección (período 10) los niveles de ocupación se estabilizan, se calcula una perpetuidad que se trae a valor presente con una tasa de descuento del 12% en términos reales y se adiciona al Valor Presente Neto de los flujos.

La tasa para descontar los flujos determinados se consideró la establecida por IDETUP (publicación especializada en negocios hoteleros de acuerdo con su clasificación, servicios, tipo de divisa y riesgo país, entre otros) para este hotel (Ver tablas anexas.).

En tal virtud, el Valor como Negocio en Marcha del Hotel Puesta del Sol es el siguiente:	
PESOS:	\$ 89,752,903.00
TIPO DE CAMBIO:	\$10.00/U.S. Dólar
DOLARES:	U.S. \$ 8,975,290.30

PROFORMA DE RESULTADOS Y FLUJO DE EFECTIVO

HOTEL PUERTA DEL SOL MIATILCO
ESTADO DE RESULTADOS PROFORMA
PESOS CONSTANTES

	AÑO BASE 1997	PERIODO 1	PERIODO 2	PERIODO 3	PERIODO 4	PERIODO 5	PERIODO 6	PERIODO 7	PERIODO 8	PERIODO 9	PERIODO 10
INGRESOS											
Nº de Cuartos	20,595,373	64.23%	24,779,907	64.23%	25,643,768	64.23%	27,550,688	64.23%	28,541,083	64.23%	30,397,751
% de Ocupación	43.90%	50.90%	52.90%	54.90%	54.90%	54.90%	54.90%	59.90%	59.90%	61.40%	61.90%
Cuartos Ocupados	43,800	43,800	43,800	43,800	43,800	43,800	43,800	43,800	43,800	43,800	43,800
Cuartos Disponibles	109,228	22,294	22,294	22,170	24,822	24,822	25,578	26,233	26,874	26,874	27,112
Tarifa Promedio (pesos)	1,068.42	1,068.42	1,068.42	1,068.42	1,068.42	1,068.42	1,077.08	1,087.65	1,098.73	1,109.72	1,120.81
EXPENSAS											
Cuartos	20,595,373	64.23%	24,779,907	64.23%	25,643,768	64.23%	27,550,688	64.23%	28,541,083	64.23%	30,397,751
Alimentos	6,055,140	29.60%	7,763,640	31.36%	8,078,024	31.50%	8,598,871	31.57%	9,201,028	32.59%	9,745,441
Bebidas	3,597,609	17.46%	4,643,695	18.74%	4,815,324	18.79%	5,122,353	18.95%	5,391,769	19.24%	5,730,957
Electricidad	278,875	1.35%	364,619	1.47%	380,288	1.41%	402,884	1.46%	424,102	1.52%	447,482
Gas	18,668	0.09%	24,140	0.10%	25,110	0.10%	26,510	0.10%	27,700	0.10%	29,000
Mano de Obra	825,884	4.01%	1,075,207	4.34%	1,122,222	4.22%	1,188,888	4.33%	1,248,888	4.38%	1,318,888
Depreciación	253,527	1.23%	331,250	1.34%	345,555	1.25%	364,444	1.30%	380,000	1.33%	400,000
Total	31,922,538	100.00%	38,471,022	100.00%	39,921,351	100.00%	42,881,000	100.00%	44,432,675	100.00%	46,920,545
LOSTO DE VENTAS											
Alimentos	2,175,952	32.50%	2,825,047	32.50%	2,920,312	32.50%	3,093,069	32.50%	3,190,932	32.50%	3,384,849
Bebidas	558,314	18.00%	724,114	18.00%	750,100	18.00%	791,117	18.00%	820,222	18.00%	862,222
Mano de Obra	102,315	3.20%	133,744	3.20%	140,166	3.20%	148,000	3.20%	156,222	3.20%	164,888
Depreciación	305,168	9.56%	399,945	9.56%	417,777	9.56%	438,888	9.56%	461,111	9.56%	484,444
Otros	3,597,557	112.80%	4,643,557	112.80%	4,815,324	112.80%	5,122,353	112.80%	5,391,769	112.80%	5,730,957
Total	31,554,552	27.65%	40,977,411	27.65%	42,066,629	27.65%	44,507,337	27.65%	46,037,222	27.65%	48,683,111
GASTOS DEPARTAMENTALES											
Cuartos	2,197,897	10.72%	2,848,491	10.72%	2,943,756	10.72%	3,116,682	10.72%	3,201,932	10.72%	3,376,149
Alimentos	2,325,591	34.73%	3,002,297	34.73%	3,104,223	34.73%	3,278,076	34.73%	3,376,222	34.73%	3,554,557
Bebidas	595,268	18.97%	777,444	18.97%	807,333	18.97%	854,444	18.97%	891,111	18.97%	936,666
Mano de Obra	27,089	0.85%	35,444	0.85%	37,333	0.85%	39,444	0.85%	41,777	0.85%	44,333
Depreciación	28,100	0.89%	36,888	0.89%	38,888	0.89%	41,111	0.89%	43,555	0.89%	46,111
Otros	1,508,850	46.55%	1,952,000	46.55%	2,033,222	46.55%	2,155,555	46.55%	2,266,666	46.55%	2,411,111
Total	2,833,410	8.27%	3,699,111	8.27%	3,862,444	8.27%	4,088,888	8.27%	4,277,777	8.27%	4,491,111
OTROS GASTOS DEPARTAMENTALES											
Cuartos	1,375,405	6.71%	1,807,700	6.71%	1,875,000	6.71%	1,975,000	6.71%	2,045,000	6.71%	2,138,000
Alimentos	667,833	9.97%	874,000	9.97%	905,000	9.97%	960,000	9.97%	1,000,000	9.97%	1,060,000
Bebidas	595,268	18.22%	777,444	18.22%	807,333	18.22%	854,444	18.22%	891,111	18.22%	936,666
Mano de Obra	27,089	0.08%	35,444	0.08%	37,333	0.08%	39,444	0.08%	41,777	0.08%	44,333
Depreciación	28,100	0.08%	36,888	0.08%	38,888	0.08%	41,111	0.08%	43,555	0.08%	46,111
Otros	1,508,850	6.27%	1,952,000	6.27%	2,033,222	6.27%	2,155,555	6.27%	2,266,666	6.27%	2,411,111
Total	2,833,410	6.27%	3,699,111	6.27%	3,862,444	6.27%	4,088,888	6.27%	4,277,777	6.27%	4,491,111
COSTOS Y GASTOS DEPARTAMENTALES											
Cuartos	3,573,302	17.43%	4,648,682	17.43%	4,851,455	17.43%	5,107,244	17.43%	5,200,669	17.43%	5,495,448
Alimentos	5,121,149	19.22%	6,699,797	19.22%	7,000,000	19.22%	7,400,000	19.22%	7,600,000	19.22%	7,900,000
Bebidas	1,678,688	54.21%	2,197,891	54.21%	2,297,891	54.21%	2,424,444	54.21%	2,497,891	54.21%	2,600,000
Mano de Obra	138,482	4.87%	180,000	4.87%	188,888	4.87%	199,000	4.87%	210,000	4.87%	221,111
Otros	304,200	53.41%	402,888	53.41%	433,222	53.41%	465,555	53.41%	498,888	53.41%	533,333
Total	5,684,221	34.14%	7,439,161	34.14%	7,770,356	34.14%	8,196,144	34.14%	8,407,555	34.14%	8,850,888
UTILIDAD DEPARTAMENTAL											
Cuartos	21,824,203	65.86%	24,370,592	65.86%	25,292,227	65.86%	26,248,100	65.86%	26,933,333	65.86%	28,203,333
Alimentos	5,161,224	14.51%	6,699,797	14.51%	7,000,000	14.51%	7,400,000	14.51%	7,600,000	14.51%	7,900,000
Bebidas	2,028,612	6.39%	2,699,791	6.39%	2,815,000	6.39%	2,977,777	6.39%	3,077,777	6.39%	3,200,000
Mano de Obra	138,482	0.41%	180,000	0.41%	188,888	0.41%	199,000	0.41%	210,000	0.41%	221,111
Otros	304,200	5.34%	402,888	5.34%	433,222	5.34%	465,555	5.34%	498,888	5.34%	533,333
Total	10,223,221	34.14%	13,029,617	34.14%	13,692,111	34.14%	14,442,111	34.14%	14,977,777	34.14%	15,855,555
UTILIDAD DE OPERACIÓN											
Cuartos	9,322,247	29.36%	12,734,625	29.36%	13,029,444	29.36%	13,692,444	29.36%	14,277,777	29.36%	15,000,000
Alimentos	5,161,224	14.51%	6,699,797	14.51%	7,000,000	14.51%	7,400,000	14.51%	7,600,000	14.51%	7,900,000
Bebidas	2,028,612	6.39%	2,699,791	6.39%	2,815,000	6.39%	2,977,777	6.39%	3,077,777	6.39%	3,200,000
Mano de Obra	138,482	0.41%	180,000	0.41%	188,888	0.41%	199,000	0.41%	210,000	0.41%	221,111
Otros	304,200	5.34%	402,888	5.34%	433,222	5.34%	465,555	5.34%	498,888	5.34%	533,333
Total	17,953,965	34.14%	24,107,000	34.14%	24,466,111	34.14%	25,266,111	34.14%	26,077,777	34.14%	27,155,555
GASTOS DE CAPITAL											
Depreciación	275,658	0.65%	364,619	0.65%	380,288	0.65%	402,884	0.65%	424,102	0.65%	447,482
Mano de Obra	3,400,000	10.33%	4,477,777	10.33%	4,666,666	10.33%	4,888,888	10.33%	5,111,111	10.33%	5,355,555
Mano de Obra	111,688	0.35%	146,666	0.35%	155,555	0.35%	166,666	0.35%	177,777	0.35%	190,000
Mano de Obra	192,512	0.62%	253,333	0.62%	266,666	0.62%	283,333	0.62%	297,777	0.62%	313,333
Total	3,982,058	12.49%	5,248,395	12.49%	5,462,511	12.49%	5,747,777	12.49%	6,033,333	12.49%	6,366,666
UTILIDAD EN CAJA											
Cuartos	5,335,182	16.80%	7,222,333	16.80%	7,466,666	16.80%	7,822,222	16.80%	8,111,111	16.80%	8,555,555
Alimentos	530,519	1.69%	702,222	1.69%	733,333	1.69%	766,666	1.69%	797,777	1.69%	833,333
Bebidas	1,804,282	5.75%	2,366,666	5.75%	2,466,666	5.75%	2,599,999	5.75%	2,733,333	5.75%	2,888,888
Total	3,982,247	12.49%	5,248,395	12.49%	5,462,511	12.49%	5,747,777	12.49%	6,033,333	12.49%	6,366,666
UTILIDAD NETA											
Cuartos	3,921,232	9.46%	5,248,395	9.46%	5,462,511	9.46%	5,747,777	9.46%	6,033,333	9.46%	6,366,666
Alimentos	530,519	1.69%	702,222	1.69%	733,333	1.69%	766,666	1.69%	797,777	1.69%	833,333
Bebidas	1,804,282	5.75%	2,366,666	5.75%	2,466,666	5.75%	2,599,999	5.75%	2,733,333	5.75%	2,888,888
Total	3,921,232	9.46%	5,248,395	9.46%	5,462,511	9.46%	5,747,777	9.46%	6,033,333	9.46%	6,366,666

HOTEL PUESTA DEL SOL HUATULCO

FLUJO DE EFECTIVO PESOS CONSTANTES

CONCEPTO	Período 1	Período 2	Período 3	Período 4	Período 5	Período 6	Período 7	Período 8	Período 9	Período 10
Utilidad en Caja	7,022,302	7,980,124	8,937,947	9,895,769	10,853,592	11,851,643	12,866,930	13,652,986	14,202,659	14,760,321
I.S.R. y P.T.U.	(3,089,813)	(3,511,255)	(3,932,697)	(4,354,139)	(4,775,580)	(5,214,723)	(5,661,449)	(6,007,314)	(6,249,170)	(6,494,541)
Depreciaciones	4,167,436	4,167,436	4,167,436	4,167,436	4,167,436	4,167,436	4,167,436	4,167,436	4,167,436	4,167,436
Flujo Neto Generado	8,099,925	8,636,306	9,172,687	9,709,067	10,245,448	10,804,356	11,372,917	11,813,109	12,120,926	12,433,216

Tasa de Descuento:	VP DE LOS FLUJOS:	\$56,393,213
12.00%	VALOR DE LA PERPETUIDAD:	\$103,610,133
	VP DE LA PERPETUIDAD:	\$33,359,690
Tipo de Cambio	VALOR TOTAL:	\$89,752,903
\$10.00 / 1 U.S. DLL.	VALOR TOTAL US DOLLARS:	\$8,975,290

X. CONCLUSIÓN

Cada vez con más frecuencia, el valuador debe enfrentarse a la estimación del valor de inmuebles como parte de un negocio.

Es claro que, a diferencia de las técnicas de valuación tradicional, el valor de las unidades económicas poco tiene que ver con el valor de reposición de sus activos, aún cuando dicho monto es auxiliar para la estimación del valor de un negocio, especialmente en lo que se refiere al cálculo de la depreciación de los activos.

La valuación de negocios requiere de un equipo intradisciplinario, por lo que es preciso que el valuador cuente con conocimientos en materia contable, financiera, de mercadotecnia y de comercialización, entre otras especialidades, herramientas que le permitirán coordinar los trabajos destinados a fundamentar un proforma del negocio y a justificar la estimación del valor derivado de tales planteamientos.

Lógicamente, los conocimientos del valuador, aunque limitados, deben ser suficientes para la correcta interpretación de la información y la aplicación de las técnicas numéricas del caso.

Este documento ha intentado resumir las definiciones y procedimientos básicos en materia contable y financiera para lograr el objetivo arriba señalado.

Paralelamente al manejo de conceptos y técnicas aquí mencionadas, el valuador está obligado a mantenerse permanentemente informado acerca del comportamiento de los indicadores económicos tanto nacionales, como internacionales y específicamente en lo relativo al sector correspondiente al ámbito de la unidad económica que se valúa.

En lo que se refiere a la obtención de datos sobre el comportamiento financiero de unidades económicas similares a las que se valúan, información que pudiera ser útil para establecer parámetros de riesgo y de tasas mínimas de rendimiento propios del sector, en nuestro país, el valuador se enfrenta a obstáculos difíciles de superar, en virtud del ocultamiento de tal tipo de registros, como consecuencia de un problema grave y generalizado de evasión fiscal.

Ello, obliga al valuador a recurrir a información financiera publicada en otros países, clasificada por ramos de la economía, especialmente a la disponible en los Estados Unidos de América, lo que conlleva la necesidad de fundamentar técnicas de adecuación a México, considerando sobre todo, el tipo de moneda invertido y el riesgo país.

Asimismo, dicha necesidad de recurrir a información financiera internacional, se hace más perentoria dado el creciente interés de inversionistas extranjeros en adquirir empresas nacionales, como consecuencia del fenómeno de globalización económica.

Tal fenómeno ha provocado heterogeneidad contable en virtud de la diversidad en la procedencia de los insumos o en la de los mercados de colocación de los productos terminados, dado que el pago de los mismos se realiza en diferentes monedas, lo cual ha generado técnicas de homogenización, fundamentadas en conceptos económicos como el de "precios relativos", que el valuador debe aplicar en el diseño del proforma de resultados.

Otra razón para recurrir a información internacional, es la cada vez más frecuente necesidad de la contratación de créditos provenientes del exterior, dadas las drásticas políticas de financiamiento vigentes en nuestro país.

Hasta el momento, lo comentado se refiere exclusivamente al manejo de información contable y financiera aplicables al proforma de resultados, que aún cuando constituye la esencia del avalúo de un negocio, es apenas la primera parte.

En lo que se refiere a la segunda parte de un avalúo, constituida por el flujo de efectivo, sobra señalar que es en su formulación, que el valuador debe hacer despliegue de sus conocimientos en materia de estrategia en cuanto a perspectivas de crecimiento de la productividad, colocación y comercialización del producto, endeudamiento y pago de la deuda y longitud del horizonte de análisis, entre otras, poniéndose en el papel de un desarrollador/promotor inmobiliario.

Por todo lo comentado, este trabajo ha intentado ser uno de los primeros acercamientos del valuador a conocimientos técnicos que constituyan elementos de apoyo en la estimación del valor de unidades económicas respecto de su productividad; asimismo, se ha deseado proporcionar una nueva herramienta que le permita diversificarse, capacitándolo para proporcionar otros servicios alternos, entre ellos la consultoría, de manera más sustentable y por tanto, confiable.

Finalmente, convoco a todos los valuadores a la reivindicación de la ética profesional, principio universal que, no obstante ser indispensable en todo acto humano, en nuestros difíciles tiempos ha perdido gran parte de su esencia y que con el apoyo de los conocimientos técnicos y la continua actualización profesional, debe siempre guiar nuestro sendero en esta apasionante actividad.

XI. BIBLIOGRAFÍA

- Achour Dominique, Castañeda Gonzalo. *Inversión en Bienes Raíces. Análisis y Valuación de Bienes Raíces en el Contexto Mexicano*. Edit. Limusa, Grupo Noriega Editores. México. 1992.
- Copeland Tom, Koller Tim, Murrin Jack. *Valuation. Measuring and Managing the Value of Companies*. Edit. Wiley Frontiers in Finance. U.S.A. Second Edition. 1994.
- Desmond M. Glenn, Kelley E. Richard. *Business Valuation Handbook*. Valuation Press Inc., Twelfth edition. U.S.A. 1993.
- Díaz Mata Alfredo, Aguilera G. Victor Manuel. *Matemáticas Financieras*. Edit. Mc Graw Hill. México, Segunda Edición. 1998.
- Dixon L. Robert. *Contabilidad para Ejecutivos*. Edit. Mc Graw Hill. México. Primera Edición. 1980.
- Domínguez Orozco Jaime C.P., *Reexpresión con el Boletín B-10 y sus cinco adecuaciones*. Edit. ISEF, México. Décimo Quinta Edición. 1999.
- Fishman E. Jay., Pratt P. Shannon, Griffith Clifford J., Wilson Keith D. *Guide to Business Valuations*. Practitioners Publishing Company. U.S.A. Fourth Edition. 1994.
- Galbraith, John Kenneth. *La Sociedad Opulenta*. Edit. Planeta Mexicana, México, 1982.
- Lincoyán Portus Govinden. *Matemáticas Financieras*. Edit. Mc Graw Hill. México. Segunda Edición. 1993.
- Moreno Fernández Joaquín, *Las finanzas en la empresa*. Instituto Mexicano de Ejecutivos en Finanzas, A. C., México. Quinta Edición. 1986.
- Pérez Harris Alfredo. *Los Estados Financieros*. Editorial ECASA, México. Séptima Edición. 1987.
- Ramírez Favela Eduardo. *Valuación, Apreciación o Prognosis Inmobiliaria*. Apuntes de Posgrado de Arquitectura 4. U.N.A.M. México, 1998.
- Shannon Pratt. *Valuing Small Businesses and Professional Practices*. Edit. Business One Irwin. U.S.A. 1986.
- Taylor George A. *Ingeniería Económica*. Edit. Limusa Wiley, S. A. México. Primera Edición. 1970.
- Varios autores. *Apuntes utilizados como texto para el Diplomado en Finanzas*, impartido por la División de Educación Continua de la Facultad de Contaduría y Administración de la U.N.A.M. en BANOBRAS. México. 1997.