

## HELADOS LA VALENTINA: ¿CÓMO SE VALORA UNA EMPRESA EN UNA ECONOMÍA INFLACIONARIA?

*Un importante grupo de empresas discute si vender o no su empresa más emblemática, para sortear los múltiples riesgos políticos y económicos del ambiente antiempresarial impuesto por el gobierno venezolano. Es difícil determinar cuánto vale la empresa, porque existe poca información sobre empresas similares y porque el futuro económico de Venezuela es muy incierto.*

CARLOS JARAMILLO Y NORMA ORTIZ

En medio de la crisis macroeconómica venezolana, Luis Marcano, analista de negocios del Grupo Productos La Valentina (PLV) fue encargado de valorar la empresa más emblemática del grupo, Helados La Valentina (HLV), y evaluar la conveniencia de venderla o no. El Grupo PLV analizaba los cambios que debía realizar en su cartera de negocios, para reducir la exposición al riesgo político de sus inversiones en Venezuela, y Helados La Valentina, la empresa alrededor de la cual se construyó el grupo, era uno de los activos que podían venderse.

Las *Experiencias* son versiones resumidas de los casos preparados por el IESA para la enseñanza de la gerencia. Los casos tienen la finalidad de estimular la discusión sobre experiencias reales. Los participantes en las discusiones son quienes plantean análisis, conclusiones o recomendaciones. Por lo tanto, un caso no ilustra el manejo efectivo o no de una situación administrativa ni debe considerarse fuente primaria de información. Tampoco tiene como finalidad respaldar posiciones de personas u organizaciones. El caso «Helados La Valentina: ¿cómo se valora una empresa en una economía inflacionaria» fue resumido del original por Virgilio Armas.

Marcano debía presentar al Comité de Inversiones una recomendación que definiría el futuro de la empresa. ¿Debía venderse o no Helados La Valentina? Responder esta pregunta exigía valorar el negocio en un tiempo muy corto y con la escasa información disponible. Para emprender esta tarea, Marcano debía escoger un método de valoración que ofreciese una respuesta rápida y suficientemente robusta.

### El riesgo político

A partir de comienzos de 2003 se estableció un control de cambios en Venezuela, que obligaba a las empresas y los particulares a tramitar la compra de divisas destinadas al pago de sus transacciones en moneda extranjera. El gobierno, por medio de la Comisión de Administración de Divisas (Cadivi) y posteriormente el Centro Nacional de Comercio Exterior (Cencoex), tenía la potestad de asignar las divisas a los diversos actores económicos; por lo que, en muchos casos, las asignaciones respondían a las agendas políticas del gobierno.

Cuando los ejecutivos del PLV hablaban de riesgo político se referían a la discrecionalidad que tenía el gobierno de asignar divisas a las tasas

de cambio subsidiadas. En el caso de la importación de bienes era necesario realizar una serie de trámites para, entre otras cosas, demostrar que no existían insumos nacionales que pudieran sustituir el bien importado. Se esperaba que el precio de venta de los productos finales reflejara el impacto de los insumos comprados con tasas preferenciales; por lo que, implícitamente, existía la expectativa de que el gobierno regulara los precios de venta.

Hasta mayo de 2010 existió un mercado no regulado de divisas cuya paridad al menos duplicaba la subsidiada, y en el cual se transaban las operaciones que no se consideraban prioritarias. En esa fecha, el gobierno prohibió ese mercado e hizo ilegal cualquier intercambio de bolívares por otras monedas, salvo los aprobados por el régimen de administración de divisas. Los excedentes de efectivo acumulados por las empresas extranjeras perdieron poder adquisitivo, porque no pudieron ser repatriados y, en muchos casos, no había la posibilidad de reinvertir ese dinero en activos nacionales. Esta situación, aunada a una gran inflación, exacerbó la pérdida de valor de las utilidades que quedaron represadas en el país.

Carlos Jaramillo, profesor del IESA, y Norma Ortiz, profesora de la Universidad de los Andes (Bogotá).

### El mundo ya no es lo que era

A comienzos de noviembre de 2010, Luis Marcano acudió urgentemente a la oficina de su jefe Carlo Vera, director de Finanzas de PLV, quien lo recibió con el siguiente comentario:

La regulación de precios y el otorgamiento de divisas, en un régimen de control de cambios, son dos discrecionalidades del gobierno que nos hacen particularmente vulnerables. El comité corporativo de inversiones quiere repensar el posicionamiento del grupo, con miras a hacernos menos dependientes del Estado y más flexibles para buscar más negocios en Centro América y el Caribe. Darle un sacudón al portafolio de negocios, si me pides que lo reduzca a una frase.

Marcano tomó algunas notas en su tableta y guardó silencio mientras esperaba órdenes. Vera continuó:

Arrancaremos con los negocios de la división de lácteos. Recuerda que estamos dispuestos a quedarnos con negocios que nos den alta exposición política, si y solo si son empresas con gran generación de caja, poca inversión de capital en los próximos cinco años y que no comprometan la capacidad de endeudamiento del grupo. Para la semana que viene, el comité quiere comenzar con HLV. Prepárate un reporte que nos diga qué hacer con ella. En todo caso, danos un estimado de precio de venta. Lo que queremos es un número grueso, hasta burdo si se quiere, para empezar a trabajar.

Marcano estaba sorprendido. Sabía que su recomendación podría tener un gran impacto, tanto para la empresa como para los empleados y, por qué no, para él mismo y su carrera. Pero, ¿vender HLV, el buque insignia de la corporación? Definitivamente, Venezuela ya no era el país que Marcano había conocido.

### Fortalezas de La Valentina

El Grupo Productos La Valentina contaba con una amplia cartera de productos en los sectores de alimentos y bebidas, que incluían marcas líderes en cada categoría, así como productos de prestigio nacional e internacional. Su variedad de productos reflejaba el sentido de innovación con el cual respondía constantemente a los cambios en las exigencias de los consu-

midores. Operaba como compañía paraguas de actividades industriales y comerciales que abarcan ocho centros de producción en Venezuela (aparte de dos plantas de empaques flexibles) y tres plantas en Colombia, Panamá y Costa Rica. En Venezuela, el grupo poseía una red de distribución con más de 28.000 puntos de venta, casi 700 unidades de distribución, 62 depósitos y 35 compañías distribuidoras, con una capacidad total de producción que alcanzaba 1,7 millones de toneladas métricas anuales.

Helados La Valentina tenía diez líneas de producción para la elaboración de tinas, paletas, barquillas y familiares, y una producción de aproximadamente sesenta SKU entre los cuales se destacaban El Pingüino, Triple Play, Fiesta, Crema Valentina y Chupitoz. Para el año 2000 la compañía poseía más de 200 SKU en su cartera de productos y, por decisión

### Algunas partidas del flujo de caja libre se vuelven erráticas a medida que la inflación se transforma en un problema crónico

de la gerencia, este número se redujo considerablemente con el pasar de los años. La idea era tener una cartera con menos productos más rentables.

Los activos fijos de Helados La Valentina eran antiguos y poco adecuados para producir la nueva generación de helados que serían comercializados en todo el mundo en la siguiente década. Todos los años, los directores de producción, mercadeo y ventas asistían a Expo Caseria, en Cremona, Italia, la feria de productos lácteos más importantes de Europa, para conocer las últimas tendencias, tanto en equipos como en productos desarrollados por los líderes mundiales de la industria de la heladería. A partir de 2007, un comentario recurrente en estas reuniones era que, sin una fuerte inversión en equipos y licencias, la compañía tendría problemas para mantenerse competitiva a partir de 2012. Aunque no existía consenso sobre los pasos que debían darse, cualquiera fuera la estrategia de introducción de nuevos productos, se requerirían inversiones de por lo menos diez millones de dólares en tres años.

### El reto de Marcano

Mientras caminaba de la oficina de Vera a la suya, lo que más le preocupaba era tener que sugerir un posible precio de venta. Como especialista en el área, entendía que los procesos de valoración de empresas en marcha eran complejos, y que solo disponía de cin-

co días para hacer una valoración que cumpliera los estándares del Grupo.

Marcano decidió llamar a su amigo Nicola Tabone, un conocido de la universidad. Hace más de diez años se mudó a Miami y en ese momento trabajaba en un pequeño banco de inversión muy activo en finanzas corporativas; específicamente, en el levantamiento de fondos vía deuda y valoración de empresas en marcha en Latinoamérica. Marcano le contó de su reto y Tabone, para tranquilizarlo, le ofreció enviarle un material que el banco utilizaba para entrenar a las personas que se iniciaban en el área de valoración.

Un par de horas después Marcano volvió a llamar a su amigo: «Me cuesta creer que alguien sea capaz de comprar o vender un negocio basado simplemente en información contable». Ante lo cual Tabone respondió: «Eres muy perfeccionista. Hay momentos en los que no hay ni el tiempo ni la infor-

mación para usar técnicas de valoración complejas». Marcano le contestó: «Sí, la verdad es que estoy apurado y ni siquiera he tenido paz mental para pensar de dónde voy a sacar empresas de referencia con las cuales comparar a Helados La Valentina». Tabone no pudo contener una carcajada y le comentó que, en líneas generales, ese era el gran problema que enfrentaban los analistas al evaluar negocios a partir de información contable.

Para facilitar el trabajo de su amigo Tabone le envió un cuadro que el Banco elaboraba todos los meses, para facilitar el trabajo de las distintas unidades de negocios, con las relaciones precio/ganancia para 17 países seleccionados. Tabone le explicó que lo ideal sería tener información de un conjunto de empresas de oferta pública del sector industrial de interés, en este caso de alimentos; pero, cuando esa información no existe, se puede tomar la relación precio/ganancia del conjunto de empresas públicas del país como sustituto o buscar información para empresas públicas de otros países (por ejemplo, las bolsas de valores de Estados Unidos son una valiosa fuente de datos para estas referencias).

### El primer día

Tabone tenía razón. El perfeccionismo de Marcano le impedía ir al comité con una simple valoración basada en información contable. Por ello

**HELADOS LA VALENTINA: BALANCE GENERAL**

(miles de bolívares fuertes)

	2006	2007	2008	2009	2010
<b>Activo circulante</b>					
Efectivo caja y bancos	2.047	3.173	7.128	9.989	2.371
Inversiones temporales	30.701	23.780	904	21.004	15.704
Inversiones negociables	0	8.517	0	0	0
Cuentas por cobrar / compañías relacionadas	1.346	2.321	911	2.219	4.125
Cuentas por cobrar comerciales	17.300	28.364	36.114	46.844	56.152
Inventarios, neto	19.688	33.539	64.177	75.269	99.004
Impuestos diferidos	1.754	3.756	2.831	3.898	11.259
Otros activos circulantes	3.760	1.359	3.349	2.540	14.371
<b>Total activo circulante</b>	<b>76.600</b>	<b>104.811</b>	<b>115.416</b>	<b>161.766</b>	<b>202.990</b>
Inversiones permanentes	48.157	50.633	63.019	63.052	144.902
Propiedad planta y equipo, neto	27.389	49.820	73.644	108.003	120.087
Impuestos diferidos	207	246	142	1.127	1.490
Cargos diferidos y otros activos, neto	5.571	5.823	8.739	17.231	40.236
<b>Total activo</b>	<b>157.927</b>	<b>211.335</b>	<b>260.961</b>	<b>351.182</b>	<b>509.707</b>
<b>Pasivo y patrimonio</b>					
<b>Pasivo circulante</b>					
Préstamos bancarios	0	0	0	7.500	78.000
Cuentas por pagar a compañías relacionadas	398	8.188	23.155	9.879	14.001
Cuentas por pagar comerciales y otras	20.803	26.933	35.143	44.705	31.032
Dividendos por pagar	435	733	708	883	1.359
Gastos acumulados por pagar	18.616	26.648	33.845	49.492	68.476
Impuestos por pagar	5.940	7.900	4.420	9.583	0
<b>Total pasivo circulante</b>	<b>46.195</b>	<b>70.404</b>	<b>97.271</b>	<b>122.045</b>	<b>192.870</b>
Cuentas por pagar a compañías relacionadas a largo plazo	0	483	483	4.031	18.705
Acumulación para indemnizaciones laborales	991	1.607	0	0	0
Apartados para contingencias	428	512	206	3.316	3.757
<b>Total pasivos</b>	<b>47.615</b>	<b>73.008</b>	<b>97.961</b>	<b>129.393</b>	<b>215.333</b>
<b>Patrimonio</b>					
Capital social	10.500	10.500	10.500	10.500	10.500
Reserva patrimonial	2.490	2.490	2.490	2.490	2.490
Resultado acumulado / traducción filial en el exterior	0	0	0	0	63.064
Utilidades no distribuidas	97.321	125.337	150.009	208.798	218.319
<b>Total patrimonio</b>	<b>110.311</b>	<b>138.327</b>	<b>162.999</b>	<b>221.788</b>	<b>294.374</b>
<b>Total pasivo + patrimonio</b>	<b>157.927</b>	<b>211.335</b>	<b>260.961</b>	<b>351.182</b>	<b>509.707</b>

**HELADOS LA VALENTINA: ESTADO DE RESULTADOS**

(miles de bolívares fuertes)

	2006	2007	2008	2009	2010
Ventas netas	217.691	285.880	417.405	582.236	645.600
Costo de ventas	-91.552	-145.241	-232.602	-315.819	-384.095
Utilidad bruta	126.139	140.639	184.802	266.417	261.504
Gastos de operaciones	-84.430	-84.557	-122.594	-179.829	-238.444
Utilidad en operaciones	41.709	56.082	62.209	86.588	23.061
Beneficio integral de financiamiento					
Intereses financieros, neto	1.360	2.285	209	-5.317	-1.815
Fluctuación de cambio, neta	-44	-195	-110	21	-4.621
Saldo	1.315	2.090	99	-5.296	-6.436
Otros egresos, netos	-4.339	-9.773	-9.117	-1.239	-208
Utilidad antes de impuesto y participación patrimonial en inversión	38.685	48.400	53.191	80.053	16.416
Impuesto sobre la renta					
Corriente	-7.677	-14.400	-13.305	-17.576	0
Diferido	1.963	2.040	-1.029	2.053	7.724
Utilidad antes de participación patrimonial en inversión	32.971	36.040	38.857	64.530	24.141
Participación patrimonial en inversión	1.792	2.476	1.566	33	81
Utilidad neta	34.763	38.516	40.423	64.563	24.221
Utilidad neta por acción (bolívares)	0,0497	0,0550	0,0577	0,0922	0,0346
Acciones en circulación (millones)	700	700	700	700	700
Depreciación	3.928	4.688	7.922	12.265	15.391
Ebitda	45.637	60.770	70.131	98.853	38.452

decidió asumir el riesgo de usar dos técnicas simultáneamente: una rápida, empírica y directa (el método de múltiplos de PER) y otra basada en la proyección de flujos de caja libres. Vera puso a disposición de Marcano dos analistas.

En la primera reunión de trabajo Marcano dividió el trabajo en tres bloques. El analista Iker Guardiola se dedicaría a hacer los cálculos para obtener una tasa de descuento por el método de flujos de caja proyectados. La segunda analista, Claudina Visani, se encargaría de la construcción de los estados financieros proforma de la compañía. Marcano se encargaría de la valoración por el

método de múltiplos de PER y super-valoraría el avance de los dos analistas.

Como el mercado accionario venezolano era poco líquido PLV no tomaba en cuenta la información nacional, para fijar los costos de oportunidad en sus diferentes líneas de negocios. Usaba como referentes los indicadores de riesgo y retorno del mercado accionario estadounidense, que luego «tropicalizaba» para tomar en cuenta el riesgo país de Venezuela y la inflación nacional. Por ello, Marcano y Guardiola dedicaron una mañana a identificar compañías estadounidenses del sector de alimentos procesados que tuviesen helados dentro de sus líneas de productos.

Encontraron un grupo de compañías con las que se sentían suficientemente cómodos y elaboraron un cuadro resumen de las variables necesarias para calcular el costo de oportunidad de HLV.

Para el cálculo de las tasas de descuento se usaba el nivel de apalancamiento del grupo (no los de las empresas individuales), que era 73 por ciento, medido como cociente de la deuda entre el valor de mercado del capital accionario. El grupo PLV se endeuda con la banca comercial nacional a la tasa de 24 por ciento y la tasa corporativa de impuesto sobre la renta utilizada en las valoraciones de negocios era 34 por ciento.

**HELADOS LA VALENTINA: ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO**

(miles de bolívares fuertes)

	2006	2007	2008	2009	2010
<b>Actividades de operación</b>					
Utilidad neta	34.763	38.516	40.423	64.563	24.221
Depreciación	3.928	4.688	7.922	12.265	15.391
Amortización de cargos diferidos y otros activos	380	472	67	659	9
Impuesto sobre la renta	0	0	13.305	17.576	0
Impuesto diferido	-1.963	-2.040	1.029	-2.053	-7.724
Acumulación para indemnización laboral	718	825	0	0	0
Reverso de estimación para indemnización laboral	-825	0	-1.607	0	0
Provisión para obsolescencia de inventarios	333	566	2.505	824	4.134
Provisión para cuentas de dudosa recuperación	274	0	817	404	0
Provisión para obsolescencia de inventarios de repuestos y suministros	0	97	211	1	626
Participación en resultados de afiliadas	-1.792	-2.476	-1.566	-33	-81
Resultado en venta de propiedad, planta y equipo	-355	-145	-647	-358	-987
Resultado en desincorporación de obras en proceso	0	0	500	4.549	840
Pérdida en valor de mercado de inversiones negociables	0	5.267	0	0	0
Fluctuación en cambio no realizada, neta	44	-	-43	3	4.987
Provisión Ley Orgánica de Ciencia, Tecnología e Innovación	0	1.191	757	0	0
Provisión Ley Orgánica de Estupefacientes y Sustancias Psicotrópicas	0	147	160	1.180	497
Disminución (o aumento) de:					
Cuentas por cobrar a compañías relacionadas	-326	461	1.410	-1.308	-1.907
Cuentas por cobrar comerciales y otras	-2.690	-11.063	-8.567	-11.134	-9.307
Inventarios	-6.329	-14.417	-33.143	-11.917	-27.868
Otros activos circulantes	-2.111	2.992	-1.990	809	-11.831
Cargos diferidos y otros activos	-1.507	-822	-3.193	-9.152	-23.640
Aumento (o disminución) de:					
Cuentas por pagar a compañías relacionadas	34	6.354	14.967	-13.275	4.122
Cuentas por pagar comerciales y otras	10.506	6.130	8.253	9.560	-14.704
Dividendos por pagar	0	0	-25	0	0
Gastos acumulados por pagar	3.083	6.103	6.279	14.467	18.487
Impuestos por pagar	5.941	1.960	-16.786	-12.412	-9.584
Pagos de indemnizaciones laborales	-552	-209	-	-	-
Otros apartados	171	84	-306	3.110	441
Efectivo neto provisto por las actividades de operación	41.725	44.680	30.731	68.328	-33.878
<b>Actividades de inversión</b>					
Compra de propiedades, planta y equipos	-10.330	-27.924	-33.235	-53.015	-32.086
Venta de propiedades y equipos	397	951	1.636	2.200	4.759
Aumento de la inversión, neto de retiro	-23.800	0	-10.820	0	0
Compra de inversiones negociables	0	-13.784	8.517	0	-18.705
Efectivo neto usado en las actividades de inversión	-33.733	-40.757	-33.902	-50.815	-46.033

**Actividades de financiamiento**

Préstamos bancarios	0	0	0	7.500	70.500
Cuentas por pagar a accionistas y compañías relacionadas	-710	484	0	3.548	10.718
Pago de dividendos	-8.147	-10.202	-15.750	-5.599	-14.224
Efectivo neto usado en las actividades de financiamiento	-8.857	-9.718	-15.750	5.448	66.994
Disminución neta de efectivo y equivalentes de efectivo	-865	-5.795	-18.921	22.960	-12.917
Efectivo y equivalente de efectivo al inicio del año	33.614	32.749	26.954	8.033	30.994
Efectivo y equivalente de efectivo al final del año	32.749	26.954	8.033	30.994	18.077

**Al tercer día**

Marcano llegó a la oficina dispuesto a revisar la preparación de los estados financieros proyectados proforma. Quedó gratamente sorprendido al ver que Claudina tenía una primera versión del estado de resultados. Claudina se había basado en los reportes financieros históricos de HLV y las proyecciones de crecimiento económico esperado de la industria.

Claudina había sido lo más conservadora posible en la elaboración del caso base; es decir, HLV vendería la misma cantidad de litros de helado en los próximos cinco años, pues el consumo de helados por persona en Venezuela no había cambiado de manera relevante en la última década. En los meses siguientes a una gran devaluación, la demanda de helados se contraía hasta que los consumidores aceptaban los nuevos precios; por lo tanto, corrigió los precios usando como base la inflación anual esperada del próximo quinquenio, suministrada por la empresa consultora Ecoanalítica.

Marcano contribuyó a la discusión con información sobre las políticas de manejo de capital de trabajo del grupo: cobro y pago en treinta días y se mantienen inventarios equivalentes a noventa días de venta. El efectivo requerido para la operatividad es del orden 1,5 por ciento de las ventas. En un escenario de crecimiento de ventas menguado, como el que Claudina había previsto, era lógico pensar que PLV no tenía proyectado realizar inversiones importantes en activos fijos. Marcano le confirmó su intuición y agregó que solo se realizarían inversiones de actualización y mantenimiento para no perder la capacidad de producción.

Claudina se percató, mientras elaboraba el estado de resultados proforma, que sería desastroso para la compañía que las partidas de costos y gastos en moneda extranjera se actualizaran más rápidamente que los precios de venta,

tal como había sucedido a comienzos de 2010, cuando la tasa de cambio oficial pasó de 2,15 a 4,30 bolívares por dólar. Las devaluaciones oficiales venían acompañadas por devaluaciones de similar magnitud en el mercado no regulado, en el cual se adquirirían insumos y repuestos que no eran considerados prioritarios por Cadivi.

A mediados del día, luego de estar seguro de que Claudina tenía toda la información necesaria para terminar de proyectar los estados financieros, Marcano se sentó a revisar los avances de Guardiola en el cálculo de costo de oportunidad. Evaluaron cuáles cifras asignar a los parámetros del modelo de valoración de activos de capital (CAPM, por sus siglas en inglés) para calcular las tasas de descuento adecuadas. PLV utilizaba para sus valoraciones el método de Aswath Damodaran, según el cual debe sumarse una prima de riesgo país al modelo clásico para un país desarrollado.

Guardiola estaba preocupado porque los flujos de caja del caso base estaban en bolívares. Era necesario hacer ajustes a las tasas en dólares para reflejar la diferencia de inflación entre Venezuela y Estados Unidos, y estaba obteniendo tasas muy altas, lo que presagiaba una fuerte discusión en el Comité de Inversiones. Marcano intentó calmarlo: le recordó, un poco en broma, un poco en serio, que ellos no eran responsables de la inflación del país. Al final del tercer día, un primer borrador del modelo de valoración comenzaba a tomar forma.

**El quinto día**

En la mañana Carlo Vera citó a Marcano y su equipo. Quería ver los avances de la presentación que llevarían al Comité de Inversiones al día siguiente. Las proyecciones de flujo de caja, aunque conservadoras, habían pasado relativamente ilesas frente al ojo escrutador del vicepresidente de Finanzas de PLV. No podía decirse lo mismo del costo pro-

medio ponderado de capital que, como temía Guardiola, fue objeto de una exhaustiva revisión.

Al final Vera reconoció que el trabajo estaba bien sustentado. Sin embargo, había algo que le resultaba extraño, pero no sabía exactamente qué era. Reconocía que valorar negocios en ambientes de alta inflación le causaba incomodidad: la conducta de clientes y proveedores cambia de la noche a la mañana, y algunas partidas del flujo de caja libre se vuelven erráticas a medida que la inflación se transforma en un problema crónico. Le incomodaba la considerable diferencia entre las cifras del valor patrimonial de HLV obtenidas con ambos métodos (flujos de caja descontados y múltiplos de PER). Pero no hizo comentario alguno, porque consideraba a Marcano suficientemente veterano para lidiar con cualquier pregunta incómoda o cuestionamiento que surgiese en el Comité de Inversión sobre este aspecto.

Si bien Carlo Vera no tenía una posición *a priori* sobre vender o no HLV sabía que, aunque los números favorecieran la venta de la compañía, habría que romper una enorme reticencia dentro de la alta gerencia de PLV. «No se extrañen de que, en lugar de aprobar la venta de HLV, nos terminen encargando la formulación de un plan de reestructuración de la empresa, por lo que deberíamos estar preparados para señalar los principales impulsores de valor del negocio de helados», señaló Vera al grupo.

Marcano terminó de tomar algunas notas de la reunión, para incorporar las observaciones de Vera a la última versión de la presentación. Sabía que debía preparar unas láminas adicionales, con algunos comentarios estratégicos que justificasen su recomendación. En unas doce horas estaría frente al Comité de Inversiones, y su suerte y la de HLV podrían cambiar para siempre.



## ¿Qué opinan los expertos?

### HENRIQUE GHERSI Y EDUARDO PÉREZ

Profesores del IESA

El caso de Helados La Valentina (HLV) se enmarca en un entorno volátil e incierto en la Venezuela de finales de la primera década del siglo XXI. El dilema central es: ¿vender o no vender? La tarea de Luis Marcano, analista de Productos, consistió en desarrollar un ejercicio de valoración económica en un corto tiempo y con escasa información, para luego, sobre la base del valor obtenido, formular una recomendación «robusta» al Comité de Inversiones sobre la conveniencia o no de vender el «buque insignia» de la corporación. Para cumplir su cometido, Marcano debe seleccionar el método apropiado, y considerar tanto el escaso tiempo como el incierto entorno. El caso apunta a un gran cuestionamiento que tanto académicos como profesionales enfrentan en el ámbito de la valoración de empresas: ¿cómo valorar negocios en entornos inciertos y de elevada inflación?

La tarea de valorar empresas en entornos inflacionarios es ciertamente una labor compleja, no solo por la incertidumbre asociada al desempeño prospectivo propio del negocio (cuota de mercado, volumen de ventas, acceso a materias primas), sino también por lo incierto de las proyecciones macroeconómicas (inflación, crecimiento de la economía, tasa de cambio). El perfeccionismo de Marcano no es consistente con la instrucción de su jefe, quien le pide hacer una valoración rápida que arroje un primer valor «grueso» para el Comité.

A esto debe añadirse un elemento político-económico: la existencia de un férreo control de cambios que limita el acceso a divisas a HLV, una empresa con un gran componente de materia prima importada. Además, la discrecionalidad del gobierno en la asignación de las divisas preferenciales y la regulación de precios son factores que hacen vulnerable el desempeño futuro de la firma.

Se plantean dos métodos de valoración. Uno rápido y más directo es la valoración por múltiplos de empresas comparables; en este caso, PER (siglas de *price to earnings*) que consiste en determinar la relación del precio sobre las ganancias por acción para un conjunto de empresas comparables del sector en países desarrollados. Para utilizar el múltiplo en Venezuela es

necesario «tropicalizarlo»: aplicarle un descuento que considere el riesgo país. Típicamente, este descuento toma en cuenta la diferencia entre el rendimiento al vencimiento de los bonos venezolanos emitidos en dólares a diez años y los bonos del gobierno estadounidense al mismo tenor. Otros múltiplos ampliamente utilizados son valor sobre ventas, valor sobre Ebitda y precio sobre valor en libros, entre otros. Por lo general, los múltiplos relacionan la cotización de las acciones de la empresa o la capitalización de mercado con alguna otra variable financiera de la compañía. A pesar de que el método ofrece respuestas rápidas, no siempre es fácil encontrar empresas comparables del sector con estructuras y modelos de negocios iguales a los de la empresa objetivo.

El segundo método, más laborioso, es la valoración por flujos de caja descontados. En entornos inflacionarios este método se dificulta, en gran medida, si la valoración se realiza en la moneda nacional, debido principalmente a la acelerada pérdida de su valor. Los resultados se distorsionan al hacer proyecciones anuales y el comportamiento de algunas partidas del flujo de caja libre se vuelven erráticas, al calcular variaciones entre un año y otro debido a la variación en el valor de la moneda. La experiencia indica que para minimizar estas distorsiones se deben realizar proyecciones con bases de tiempo más pequeñas; se puede optar por proyecciones mensuales o incluso semanales, en contextos hiperinflacionarios como el que vive Venezuela hoy. Otra opción es transformar los estados financieros en moneda dura (dólares) y descontar los flujos de caja libre a una tasa de descuento dolarizada. Si bien este método es más aceptado en el ámbito académico, en entornos inciertos las proyecciones de largo plazo pueden resultar poco precisas y las proyecciones de un analista pueden ser muy diferentes de las de otro, y ambas totalmente válidas. Un análisis de sensibilidad puede ayudar a incorporar incertidumbre en el panorama.

El caso provee todas las herramientas para desarrollar los distintos métodos de valoración. Queda, por supuesto, a juicio del analista afinar y calibrar las premisas y, en última instancia, tomar decisiones sobre cómo formular una recomendación en función de los valores que obtendrá por

distintas vías. El caso también refleja los sentimientos y emociones típicas de la condición humana: el pánico de Marcano y hasta el posible conflicto ético que enfrenta, dado que la recomendación le puede costar su puesto de trabajo. El caso resalta el pánico inicial del analista que recurre al amigo en busca de consejos, para luego entender que valorar empresas en mercados emergentes es un ejercicio artesanal, con un elemento de «arte» y otro de «ciencia».

### CARLOS NAVARRO

Profesor del IESA

### DANIEL CADENAS

Profesor de la Universidad Central de Venezuela

El caso Helados La Valentina (HLV) ilustra las complejidades y retos asociados con la valoración de una empresa venezolana en el entorno inflacionario del año 2010 que ha degenerado en un hiperinflacionario desde finales de 2016. Desde una perspectiva práctica, la valoración de HLV por flujos de caja descontados atenta contra la simplicidad necesaria para arribar a un «número grueso o hasta burdo» del valor del negocio, aunque el caso expone los elementos necesarios para emplear ese método, así como sus dificultades e inconsistencias metodológicas. El «perfeccionismo» de Luis Marcano refleja uno de los sesgos de la condición humana: suponer que mientras más complejo sea el método que se utilice más exacta o verdadera será la solución que se encuentre. Tal sesgo entra en conflicto con otro rasgo humano: recurrir a reglas de decisión sencillas para enfrentar situaciones caracterizadas por incertidumbre.

La tarea no reviste mayor complejidad, si el propósito es encontrar un «número grueso o hasta burdo». El método de valoración hedónica permite valorar un negocio con los principales atributos que los accionistas y gerentes consideran generadores de valor, tales como canales de distribución, capacidad de la gerencia o valor de la marca (cuya estimación puede agregar complejidad). Estos elementos se consideran y ponderan para arrojar un valor. Por ejemplo, un valor referencial podría tomar en cuenta el valor de los activos fijos de HLV, sus inventarios

y alguna otra variable de fácil medición que justifique una estrategia de negociación en la que «por menos de este valor no montas un negocio similar». En entornos de alta inflación, muchas veces el valor de los activos en funcionamiento es superior al valor obtenido por el descuento de los flujos de caja libres generados por la compañía.

La estrategia de Marcano —utilizar varios métodos para hacerse una idea del valor del negocio— es metodológicamente apropiada. La valoración por múltiplos es ampliamente utilizada por su fácil aplicación y por tomar en cuenta información de mercado para calcular el valor de un negocio. Sin embargo, este método adolece de inconsistencias que se magnifican en el caso venezolano: 1) la inexistencia de comparables válidos podría invalidar el ejercicio (muchas veces se compara la empresa venezolana con empresas de mucha mayor envergadura y diversificación de productos y geográfica), 2) las empresas comparables pueden tener perfiles de generación de caja muy distintos a los de la empresa en estudio y 3) las estructuras de capital pueden ser muy disímiles. El hecho de que en el ejercicio realizado se haya obtenido una brecha importante entre los valores obtenidos por este método y el descuento de flujos de caja puede reflejar alguno de los puntos mencionados o que no se haya descontado el múltiplo para adecuarlo a la realidad venezolana. Los múltiplos asociados al mercado venezolano pueden ser menores que los encontrados en otras latitudes; hay inversionistas que como «regla de dedo» no están dispuestos a pagar más de tres veces el Ebitda de una compañía venezolana. Nuevamente, reglas de decisión sencillas parecen primar en escenarios inciertos. Las valoraciones por reglas de dedo pueden pensarse como valoraciones hedónicas ultrasimplificadas a un generador de valor (Ebitda en este caso).

La valoración por flujos de caja descontados presenta dificultades importantes que se originan en la incertidumbre asociada al desempeño de variables macroeconómicas clave. En primer lugar, la compañía es sensible al comportamiento del tipo de cambio (oficial y paralelo) y para el año 2010, cuando se toman medidas para inhabilitar las casas de bolsa y sociedades de corretaje que permitían adquirir dólares a una tasa de mercado obtenida mediante un mecanismo de «permuta», aumenta la incertidumbre asociada al comportamiento de esta variable.

¿Cómo obtener divisas en un mercado considerado ilegal? ¿Cómo será el mecanismo de fijación de precios en un mercado ahora «negro»? ¿Cómo serán las asignaciones de divisas en el mercado oficial? ¿Seguirá teniendo acceso la compañía a ese mercado? Estas preguntas han debido preocupar aún más a Claudina Visani, que se había percatado del impacto del tipo de cambio en la demanda de sus productos. No hay manera de incorporar estas interrogantes al análisis sin la utilización de modelos de simulación que permitan dar cuenta de ellas. Aun si se supone que pueda implementarse, un ejercicio de simulación (por ejemplo, generar números aleatorios) no solventa el problema de la incertidumbre y, lejos de ello, seguramente producirá una variedad de valores alrededor de la media.

Otro aspecto importante es la necesidad de invertir diez millones de dólares en los próximos tres años para mantener la competitividad de la compañía. La incertidumbre con respecto a la política cambiaria implica que esa inversión debería ser sometida a un análisis similar al utilizado para valorar la compañía, con el propósito de determinar si esa inversión agregará o no valor al negocio. En un escena-

culo de los flujos de caja y la tasa de descuento. Iker Guardiola se muestra asombrado ante el alto valor obtenido; y no es de extrañar, si la tasa de descuento refleja el costo de oportunidad de la inversión, y esta se realiza en un ambiente inflacionario, deberá ser alta e impactar negativamente el valor presente de los flujos proyectados. Aunque incorporar el riesgo país al modelo CAPM es metodológicamente incorrecto, tal práctica es usual: realizar análisis de sensibilidad a la tasa de descuento es un paso necesario para darle mayor robustez y poder informativo a la valoración. Por lo general, los métodos complejos tradicionales, como el descuento de flujos de caja, aplicados a firmas en economías emergentes, en fases contractivas del ciclo económico y, más aún, sometidas a hiperinflación (entorno venezolano), producen resultados que desaconsejan la inversión, debido a las enormes tasas de descuento que se deben aplicar, cuando la realidad es que se cierran negocios de compraventa de empresas en esas condiciones. A modo de ejemplo, en Zimbabue, según información publicada por la Comisión de Competencia y Aranceles, durante el primer semestre de 2017 el organis-

### Valorar empresas en mercados emergentes es un ejercicio artesanal, con un elemento de «arte» y otro de «ciencia»

rio como el planteado, otras herramientas analíticas, como las opciones reales, permitirían arrojar luces sobre la pertinencia y el valor de las inversiones, pero agregarían un elemento adicional de complejidad al análisis. No obstante, el supuesto de un entorno competitivo innovador en una economía hiperinflacionaria es poco creíble. En economías con elevada inflación crónica (dos a tres dígitos de tasa anual) e hiperinflacionarias, la administración financiera relevante tiene que ver con las decisiones de corto plazo. La gerencia financiera de largo plazo es poco relevante para la supervivencia de la firma en entornos tan extremos como los de hiperinflación. La bibliografía y los datos referentes al manejo de empresas en una economía sometida a hiperinflación son claras: las estrategias de supervivencia recurren al manejo óptimo del capital de trabajo neto y del ciclo de conversión del efectivo. La estructura del capital y las decisiones relativas a la inversión en bienes de capital quedan postergadas a la espera de mejores tiempos.

La inflación es un elemento clave de la valoración, pues afecta el cál-

mo estatutario aprobó al menos diez fusiones y adquisiciones. Sin duda esa era una economía con elevado riesgo y, consecuentemente, elevadas tasas de descuento.

«Lo perfecto es enemigo de lo bueno». Si se busca información que ayude a reducir la incertidumbre con respecto a algún problema determinado, la valoración por descuento de flujos de caja puede ser una fuente inadecuada; dada la incertidumbre asociada a las variables determinantes del modelo, los valores obtenidos pueden ser poco informativos y, por lo tanto, el esfuerzo dedicado a su utilización puede ser de poca utilidad. Esto no quiere decir que la estimación de flujos de caja sea un ejercicio inútil; de hecho, deben ser calculados si se desea conocer la capacidad de endeudamiento sostenible de la compañía (endeudarse a tasas negativas es un excelente negocio financiero) o identificar generadores de valor que puedan ser explotados con la estrategia adecuada. Pero para valorar un negocio y, más aún, para obtener «un número grueso o hasta burdo», existen métodos más sencillos.