

Cómo Valuar una Empresa de Investigación de Mercado

Jorge García González
JGG Consulting

Después de las diferentes olas de fusiones y adquisiciones en la industria de la investigación de mercado existe en algunos la percepción que ya es algo del pasado. Sin embargo, si tomamos las transacciones de los últimos 3 años vemos que el número de transacciones se ha incrementado notablemente (gráfica1).

2003 = 32

2004 = 40

2005 = 80 (número más alto de la historia).

Entre 1990 y 2005 se registraron 583 transacciones, o sea, un promedio de algo más de 3 por mes. Pero en los últimos 3 años el promedio aumentó a 4.2 por mes (+40%).

Algunos también piensan que las compras actuales son de empresas cada vez más pequeñas. Pero nuevamente la realidad prueba lo contrario

(facturación promedio de cada empresa en el año previo a la venta). Gráfica 2a.

2003 = US\$ 13,000,000

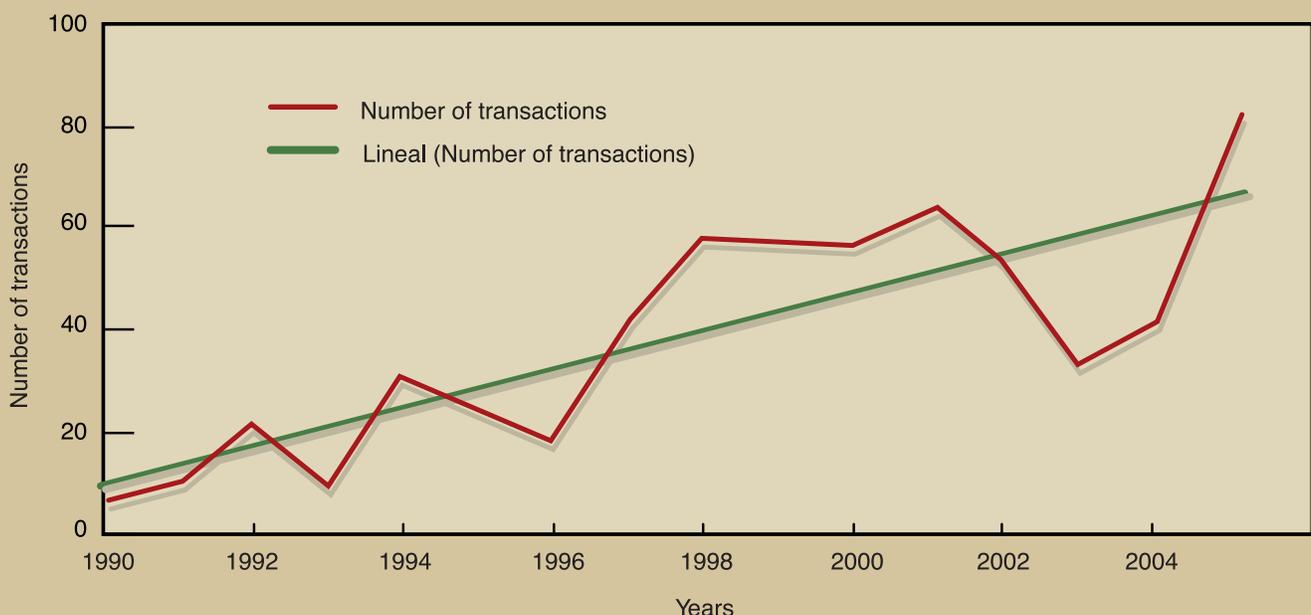
2004 = US\$ 18,000,000

2005 = US\$ 26,000,000

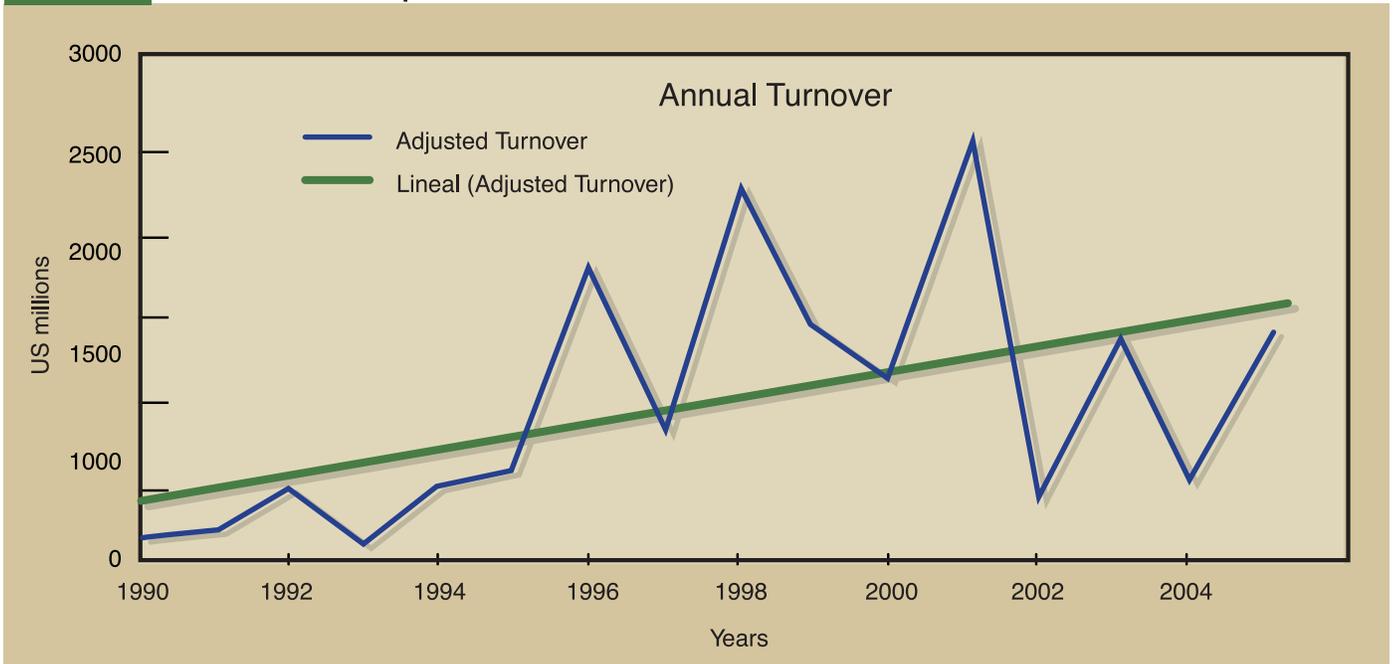
En casi un tercio del total de transacciones (183 casos), se conoce el precio pagado. En función de ello se aprecia que el múltiplo promedio pagado fue de 1.63 veces la facturación anual. Hubo extremos de 10.86 y de 0.01 veces.

En el año 2001 hubo una transacción extraordinaria que representó el 70% del total del año: fue la compra de AC Nielsen por parte de VNU (US\$ 1,782 millones, ajustados por el CPI¹). Es por ello que la distorsión que presenta este "outlier" debe ser contemplada en el análisis de la información. (Gráfica 2b).

Gráfica 1 Número de transacciones



Gráfica 2a Facturación anual promedio

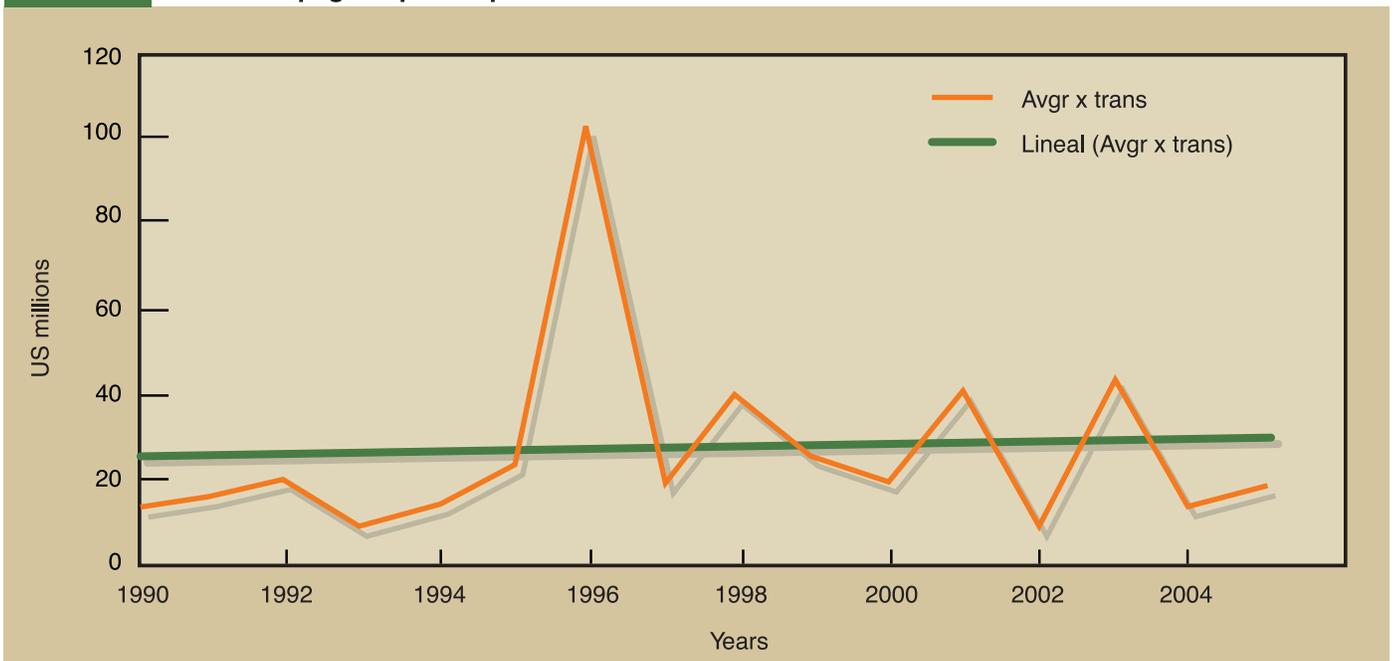


En resumen, la actividad de fusiones y adquisiciones parece estar cada vez más saludable. Pero cada vez compran con un poco más de cuidado y de profesionalismo. Los lectores tendrán presente el récord en la magnitud de fracaso logrado por el famoso y enorme The Interpublic Group of Companies cuando compró a NFO (una muy buena y res-

petada empresa de investigación) por US \$ 760 millones y la vendió 2 años después en US \$ 425. O sea ¡Logró perder US \$ 335 millones de dólares en sólo 2 años! Realmente un récord difícil de igualar.

Pero esto es muy poco probable que vuelva a ocurrir. Si bien la tasa de fracasos (cuando las cosas no se hacen bien) va seguir siendo cercana al 50%,

Gráfica 2b Promedio pagado por adquisición



mucho compradores están aplicando, directa o indirectamente, los 10 Mandamientos que fueron presentados en el 2003².

¿Para que valuar?

No siempre se realiza la valuación de la empresa con el objeto de querer venderla (aunque ésta sea una razón muy frecuente). También resulta muy útil conocer el valor para tener una sólida base para, por ejemplo:

- Planificar su estrategia y sus pasos futuros
- Priorizar las acciones e inversiones para aumentar el valor.
- Reducir o eliminar áreas o acciones que no incrementan valor.
- Establecer programas de incentivos para el incremento de valor.
- Comprar la parte de otros socios o vender la suya.
- Establecer criterios de participación de gerentes.
- Definir valores para licenciar/franquiciar marcas y productos.
- Planificar la distribución a herederos.
- Usar dicha valuación como colateral o garantía.
- Tener un mejor acceso a líneas de crédito.

Quienes valúan este tipo de empresas habitualmente también brindan servicios conexos tales como:

- Asesoramiento acerca de cómo agregar más valor.
- Evaluación de las estrategias y alternativas posibles.
- Preparación del prospectus de la empresa.
- Investigación, identificación y evaluación de los potenciales compradores.
- Preparación de los acuerdos de confidencialidad.
- Colaboración en el proceso de negociación.
- Colaboración en los procesos de due diligence.

¿Por qué compran los que compran?

Algunas de las razones son las siguientes:

- Crecimiento: en facturación, en participación de mercado, etc.

- Rentabilidad: mejor *performance* financiera, mejor absorción de costos fijos y de costos de I&D, mejor poder de negociación con proveedores, etc.
- Geográficas: expansión para acompañar a clientes globales que se expanden, etc.
- Tiempo: ahorrar tiempo en lugar de empezar de cero.
- Sinergias: de clientes y/o de productos.
- Capitalizar activos intelectuales.
- Capturar negocios locales o regionales.
- Acceder a talento del staff.
- Acceder a niveles de agilidad y flexibilidad mayores.
- Obtener nuevos productos, sistemas, y bases de datos.
- Mejorar procesos y lograr “polinización” cruzada.

¿Por qué venden los que venden?

Las razones más frecuentes son:

- Necesidad de competir con colegas internacionales que erosionan la base de clientes locales.
- Incorporar nueva tecnología, productos y servicios.
- Competir con las compras centralizadas por parte de algunos clientes globales (*preferred supplier alignments*).
- Rentabilidad: mejor *performance* financiera, mejor absorción de costos fijos y de costos de I&D, mejor poder de negociación con proveedores, etc.
- Compensar la falta de capital para expansión.
- Acceder a fondos a costos menores.
- Lograr superar un “techo” de crecimiento.
- Falta de masa crítica para nuevos desarrollos.
- Diferencias entre socios.
- Desaparición del fundador o del hombre clave.
- Ausencia de una línea sucesoria.
- Deseos de hacer “caja”.
- Deseos de retirarse (cansancio, otros planes).

¿Hay otras alternativas?

Sí, hay varias otras alternativas a la venta de la empresa. Cada una de ellas brinda oportunidades y amenazas específicas. Entre ellas podemos mencionar:

1. Formar *joint-ventures* y alianzas similares.
2. Fusiones.
3. Licenciar marcas o tecnologías.
4. Representaciones.
5. Franquicias.
6. Integrarse a otras cadenas de valor.

¿Como valorar?

Existen diferentes métodos de valuación:

- a. Método del mercado.
- b. Método de valor neto de libros o del costo.
- c. Método de la reproducción o recreación.
- d. Método de la liberación de *royalty*.
- e. Método del uso económico.

Este último tiende a ser el más utilizado y básicamente consiste en la determinación del valor presente del flujo de fondos futuros, descontados con base en una tasa de riesgo determinada. En esencia una valuación debe considerar tres aspectos básicos:

1. La magnitud del flujo de fondos.
2. El crecimiento de dicha magnitud.
3. La estabilidad de dicha magnitud en el tiempo.

En algunos casos se puede también aplicar la metodología del valor agregado económico (EVA) de Stern Stewart que sólo mide el corto plazo (dentro del ejercicio fiscal) y que, habitualmente, resulta de mucha utilidad pero se aplica para otros objetivos más relacionados con el gerenciamiento que con la valuación.

A su vez, la aplicación del EVA requiere varios ajustes contables. Stern Stewart ha identificado más de 160 potenciales ajustes a ser realizados en los GAAP's (*Generally Accepted Accounting Principles*): "para eliminar anomalías contables y acercar la información a resultados económicos reales".

Aspectos que pueden afectar el valor de la empresa

Entre ellos tenemos a:

1. El objetivo de la transacción.
2. Cambio en el foco de la empresa.

3. Cambios en los clientes.
4. Tamaño.
5. Tendencias de la industria.
6. Estabilidad de los ingresos.
7. Indicadores económicos y operacionales.
8. Estabilidad o rotación del personal.
9. Potencial de personal y nivel profesional del mismo.
10. Contratos preexistentes.
11. Densidad o concentración de la facturación.
12. Perspectivas de crecimiento futuro.
13. Visión del negocio.
14. Aspectos legales o fiscales.
15. Entorno económico, político, jurídico.
16. Pasivos contingentes u ocultos.
17. Otros temas puntuales.

Habitualmente se acepta la reconversión de algunos cargos relacionados con gastos discrecionales que habitualmente se utilizan como elementos de elusión fiscal y que pueden ser fácilmente reconvertidos por el nuevo adquirente, llevándolo a valores más reales de mercado.

De la misma manera, los activos no productivos o esenciales para la operación son habitualmente descontados y considerados por separado. Particularmente éstos están compuestos por inmuebles, rodados y otros activos tangibles.

Dos dimensiones básicas

De las dos dimensiones básicas para una valuación, la económico-financiera y la operacional, es ésta última la que concentra la mayor parte de los intangibles.

Y es ésta la parte más compleja de la valuación tanto para los vendedores como para los compradores.

Sin embargo, muy frecuentemente, es el verdadero activo de la empresa, sin el cual los otros activos podrían hasta carecer de interés.

Para poder valorar estos aspectos se requieren valuadores con un perfil muy exigente ya que deben ser expertos en la industria, conocer las prácticas de los principales compradores, conocer cómo

manejar las objeciones, identificar los reales intangibles, valorarlos, y saber presentarlos (la verdad bien dicha).³

Se requiere sensibilidad, experiencia, curiosidad, observación y perspicacia, pero todas aplicadas al negocio.

Uno de los Mandamientos ² clave es el 6º: “Considerarás a la gente como tu activo mas valioso”. En realidad el negocio de la investigación de mercado es un negocio de personas. Si uno pierde demasiado tiempo en las proyecciones económico-financieras y las planillas de cálculo puede correr el riesgo de no valorar adecuadamente a este activo clave.

Hoy en día abunda el dinero para invertir, lo que faltan son buenas oportunidades. Y éstas se componen de ideas y de gente. Sin ambas no hay buenos negocios. En realidad, uno “alquila” el talento de su gente, no lo “compra”. Es una relación que puede ser transitoria e inestable. Quienes logran hacerla permanente, estable, positiva y dinámica están mas cerca del éxito. La rotación del personal, o la falta de estímulo del mismo, puede ser un indicador tanto o más importante que los ratios financieros. La motivación puede ser una chispa que potencie a todo un equipo, a toda una empresa.

De la misma manera, si bien en otro orden de cosas, resulta clave que los vendedores estén preparados para “el síndrome del día después”. No es algo fácil pero sí es algo superable con éxito.

Notas del autor

La base de datos de Inside Research tiene los valores expresados en dólares USA corrientes. Nosotros la hemos reconvertido a dólares USA constantes (Base 100=Dic. 2005).

Para ello hemos utilizado el Índice de Precios al Consumidor de los EE.UU.¹

El autor queda a disposición de los lectores que deseen profundizar alguno de estos temas (JorgeGG@JGGconsulting.com).

Tal vez para algunos lectores les puede resultar interesante participar del workshop “Top Dollar: How to Sell Your Company” (<http://www.esomar.org/web/show/id=70950>), que se llevará a cabo el 25 de oc-

tubre de 2006 en Río de Janeiro, junto con el Congreso Latinoamericano de ESOMAR.

Notas

¹ US Government Official Information on CPI (Consumer Price Index) for All Urban Consumers Series (city averages) (ID CUUR0000AA0 - <http://data.bls.gov/PDQ/servlet/SurveyOutputServlet>).

² García-González, Jorge; “*The 10 Commandments for a successful M&A in Marketing Research (Or how to avoid the erosion of value)*”, paper presented at ESOMAR’s Annual Congress in Prague (Czech Republic), September 14-17 2003

³ Tradicional slogan de Mc.Cann-Erickson y muy apropiado para muchas situaciones.

Agradecimientos

Las estadísticas sobre la fusiones y adquisiciones están basadas en los datos de Inside Research (USA) y le agradecemos muy especialmente a Larry Gold por su generosidad en compartir, nuevamente, dicha base de datos con nosotros.

También deseamos agradecer a varios colegas y amigos cuya información, comentarios y visión han sido y son muy valiosos. Entre ellos se destacan: Sanford M. Schwartz, George S. Fabian, H. Arthur Bellows Jr., Patrick S. Sherwood, Richard S. Halpern, Carolina García-González y Silvia Agejas (ANEW Research) y Luciano García-González (McKinsey & Co).

Deseo agradecer la experiencia y el entrenamiento obtenido a través de interacciones, personales y profesionales, con directivos de muchas empresas tales como: Kantar, UIG, UIG-NFO, Aegis (Synovate), TNS, GfK, Gallup, F.N. Magid, Market Facts, MotoResearch, Roper/ASW, Maritz, entre varias otras.