



**CENTRO DE ACTUALIZACIÓN PROFESIONAL
E INNOVACIÓN TECNOLÓGICA**

**CON RECONOCIMIENTO DE VALIDEZ OFICIAL
DE ESTUDIOS S. E. P. SEGÚN ACUERDO 2005370
DE FECHA 17 DE JUNIO DE 2005**

**LOS INTANGIBLES EN LA VALUACIÓN DE NEGOCIOS Y
DE EMPRESAS**

T E S I N A

QUE PARA OBTENER EL GRADO ACADÉMICO DE

**ESPECIALISTA EN
VALUACIÓN DE NEGOCIOS EN MARCHA**

PRESENTA

EDUARDO MAURILIO RAMÍREZ FAVELA

MÉXICO, D. F. A OCTUBRE DE 2009.

ÍNDICE

Capítulo		Página
	PRIMERA PARTE. NORMAS DE INFORMACIÓN FINANCIERA	2
1.	Introducción	2
2.	Norma de información financiera NIF B-7	2
3.	Norma de información financiera NIF B-8	7
4.	Norma de información financiera NIF C-8	9
	SEGUNDA PARTE. NORMAS DE VALUACIÓN	12
1.	Introducción	12
2.	Los conceptos de valor y precio	15
3.	Valor comercial	18
4.	Valor de negocios	23
	TERCERA PARTE. VALUACIÓN DE INTANGIBLES, NEGOCIOS Y EMPRESAS	31
1.	Introducción	31
2.	Bases para la valuación	32
3.	La empresa	36
4.	Valor del negocio	37
5.	Corridas financieras	43
6.	Valor de la empresa	49
7.	Identificación de intangibles	50
8.	Valuación de intangibles	53
	CUARTA PARTE. CONCLUSIONES	59
1.	Justificación	59
2.	Definición de negocio	61
3.	Conceptos relacionados con la valuación	62
4.	Concepto de intangibles	67
5.	Valuación de intangibles	68
6.	Calificación y reingeniería	69
7.	Conclusión final	70

PRIMERA PARTE

NORMAS DE INFORMACIÓN FINANCIERA

1.- INTRODUCCIÓN

Según las Normas de Información Financiera (NIF) emitidas y publicadas en 2009 por el Consejo Mexicano para la Investigación y Desarrollo de Normas de Información Financiera, A. C., la normatividad contable ha tratado de encontrar un adecuado soporte teórico para sustentar la práctica contable y para guiar conceptualmente la emisión de normas particulares, desechando con ello planteamientos basados meramente en la experiencia, el uso o la costumbre, para adecuarlas al entorno en que se rige la normatividad internacional.

El punto de vista de la valuación de negocios y de las acciones de empresas propietarias de negocios para establecer las bases para operaciones de compraventa, arrendamiento, fusión, liquidación o adjudicación, es diferente al punto de vista del registro contable, pero dado que las operaciones descritas deben ser registradas contablemente, se hace necesario revisar las normas de información financiera más cercanas, que son la NIF-B7, la NIF C-7 y la NIF C-8, de las cuales se presenta una brevísima selección de su contenido, así como comentarios desde el punto de vista de la valuación de negocios.

El objetivo de este trabajo es identificar los diferentes puntos de vista de los profesionales de la contabilidad y de la valuación, con el propósito de proponer el acercamiento de instituciones y de contadores, financieros y valuadores en cuanto a profesiones, para aproximar sus diferencias.

2.- NORMA DE INFORMACIÓN FINANCIERA NIF B-7

2.1- Selección del contenido

En 2005 entró en vigor la NIF B-7, por la que se establecieron disposiciones para el reconocimiento inicial, a la fecha de adquisición, del valor de los *activos netos* incluidos en la adquisición de un negocio, y no en su constitución, así como conceptos como crédito mercantil o compra a precio de ganga. La norma incluye la distinción entre la adquisición de activos integrados en un negocio de la adquisición de un conjunto de activos que no están siendo operados como un negocio.

La norma define al negocio como un conjunto de actividades y activos o de activos netos que son o pueden ser operados y administrados por un único centro de control, con el propósito de generar un rendimiento u otros beneficios a sus dueños.

La norma propone que el reconocimiento de la compra de los activos y pasivos del negocio adquirido se haga a su valor razonable o específico a la fecha de la adquisición, conforme a las políticas contables de la adquirente, agregando que esta práctica permite determinar el exceso en la contraprestación pagada o la ventaja en la compra a precio de ganga.

El criterio establecido por la norma NIF B-7 para determinar el valor razonable de los activos intangibles de un negocio es la estimación de los flujos futuros producidos por su capacidad generadora de ingresos; su aplicación requiere del uso de diversos supuestos y estimaciones.

La determinación del valor razonable del negocio debe incorporar la información contenida en los estados financieros sobre efectivo y valores realizables, instrumentos financieros, cuentas y documentos por cobrar, inventarios de productos terminados y en proceso y de materias primas, así como de inmuebles, maquinaria y equipo al valor de reposición de una capacidad de producción o servicios similar, sin que excedan del valor de recuperación de los mismos a través de la generación de flujos futuros.

La norma NIF B-7 establece las siguientes definiciones.

- De los activos netos como los que son asumidos del negocio adquirido.
- De los activos identificables como aquellos que pueden ser separados de la entidad, en especial los activos intangibles como concesiones, marcas y patentes.
- De los activos intangibles como los que poseen la condición de separabilidad del activo o la condición de propiedad contractual o legal (sic) en los términos de la NIF C-8 vigente a partir de enero de 2009.
- De la separabilidad como la condición del activo intangible para ser separado de los activos del negocio adquirido y vendido, transferido, licenciado, rentado o intercambiado. Agrega que, si el activo intangible posee la propiedad legal o contractual (sic), debe reconocerse por separado, aun cuando no posea la de separabilidad.
- De particular importancia es el ejemplo de separabilidad contenido en la norma NIF B-7: el conocimiento de la producción puede separarse junto con el uso de la patente, lo que conduce a que la estructura laboral para llevar a cabo las

actividades de un negocio no significa que ésta tenga valor identificable, salvo la relacionada con el capital intelectual.

- De los pasivos asumidos como los que se transfieren con el (negocio) adquirido o que la adquirente asume específicamente.
- De los pasivos contingentes como los derivados de adquisiciones anteriores a la operación de compraventa del negocio, que hagan probable una salida de recursos en el futuro para liquidarlos.
- Del valor de la contraprestación como el integrado por el valor razonable de la suma de activos netos transferidos, pasivos asumidos y capital emitido por la adquirente a favor del vendedor. Los activos netos transferidos pueden tener un valor en libros que difiera del valor razonable con el que se paga a los vendedores, en cuyo caso el adquirente debe reconocer una ganancia o pérdida y no registrar el valor del activo al valor razonable.
- De la contraprestación contingente como la establecida con base en hechos o transacciones específicos a ocurrir en el futuro, clasificada como activo y registrada a su valor razonable, y la utilidad o pérdida resultante al ser satisfecha debe registrarse como en resultados.
- Del valor razonable del negocio como el que se determina primordialmente por una transacción entre partes interesadas, dispuestas e informadas, en un mercado de libre competencia, más que por los valores estimados por expertos en valuación.
- Del precio de ganga como el caso inusual en que la contraprestación es inferior al valor asignado a los activos identificables y pasivos asumidos del negocio adquirido, en cuyo caso el valor de los activos netos debe ajustarse al valor de la contraprestación por considerarse éste el valor razonable.

2.2.- Comentarios

Al establecer la norma NIF B-7 que en la valuación de los activos y pasivos a su valor razonable no se deben incluir estimaciones adicionales por incertidumbre sobre los flujos futuros de los activos, porque éstas ya debieron haberse incluido al determinar el valor razonable del negocio, se infiere que en la valuación de los activos debe considerarlos integrados en el negocio, y no valuarlos como unidades separadas e independientes, al contrario de lo que es la práctica de valuación de inmuebles, maquinaria y equipo para reexpresión de estados financieros.

La NIF C-8, vigente a partir de enero de 2009, define a los activos intangibles como los activos no monetarios identificables, sin sustancia física, que generan beneficios económicos futuros controlados por la entidad. Sin embargo, la norma NIF B-7 considera que la determinación del valor razonable debe considerar provisiones que se basen en la probabilidad de ocurrencia de hechos futuros que

generen erogaciones al adquirente, y esa probabilidad está fuera del control de la entidad, por lo que en alguna medida ambas definiciones son incompatibles.

Además, la norma NIF D-3 establece que en una adquisición de negocios, una entidad debe reconocer el activo o pasivo por beneficios al retiro que surja de la diferencia algebraica entre la obligación por beneficios definidos (OBD) y los activos del plan (AP); define a la OBD como el pasivo que representa el valor presente de los beneficios devengados de acuerdo con los años de servicios prestados que la entidad espera pagar al empleado jubilado o a sus beneficiarios, y al empleado rescindido por terminación por causas distintas a la reestructuración, y los AP son los recursos que han sido específicamente destinados para cubrir la OBD. Evidentemente que la OBD es un pasivo contingente derivada de lo establecida en lo general por la ley y por contrato específico, y por tanto queda fuera del control de la entidad.

Al establecer la norma NIF C-8 que la condición de separabilidad no es la única necesaria para que sea identificable un activo intangible, parece contradecir lo dispuesto por la norma NIF B-7, según la cual, si el activo intangible posee la propiedad legal o contractual (sic), debe reconocerse por separado, aun cuando no posea la de separabilidad.

Si en la compraventa de un negocio se excluye a las concesiones, patentes o marcas, su valor razonable es diferente a si se les incluye, por lo que puede inferirse que, al usar la norma NIF B-7 la frase condicional de que *pueden* ser separados esos activos de la entidad, y por ello son solo activos identificables y no activos netos, acepta que, en determinadas operaciones, pueden reunirse las condiciones de activos netos e identificables.

En relación a los pasivos cabe señalar lo siguiente:

- Por una parte la norma NIF B-7 define al negocio como el conjunto de actividades y activos o de activos netos que son o pueden ser operados y administrados por un único centro de control, con el propósito de generar un rendimiento u otros beneficios a sus dueños, y por otro que la compra de los activos y pasivos del negocio adquirido se haga a su valor razonable o específico a la fecha de la adquisición, lo que establece que al negocio lo constituyen no solamente los activos, sino también los pasivos.
- Al incluir en el reconocimiento de la compra a los pasivos del negocio adquirido, le supone al negocio personalidad jurídica, es decir, el carácter de empresa propietaria que vende la unidad económica en la que se desarrolla el negocio, responsable de pagar los pasivos.

- De acuerdo a las resoluciones del Primer Tribunal del Vigésimo Primer Circuito, del Tribunal Colegiado en Materia de Trabajo del Tercer Circuito y del Quinto Tribunal Colegiado en Materia de Trabajo del Primer Circuito, se define a la unidad económica donde se desarrolla el negocio como el conjunto de activos capaces de producir bienes o prestar servicios, sin personalidad jurídica, y por tanto sin incluir en ella a los activos circulantes ni a los pasivos, excepto los pasivos laborales, siempre y cuando no exista interrupción en la operación de la unidad económica al cambio de propietario; de haber interrupción, el pasivo laboral se excluye.
- Por lo anterior se infiere que, al expresar la norma NIF B-7 que el negocio incluye a los pasivos, se está refiriendo a la persona física o moral que es propietaria de la empresa, y que los activos incluyen a los fijos y a los circulantes, pero deja la duda si ambas categorías pueden ser activos identificables.
- Al establecer la norma NIF B-7 que la estructura laboral para llevar a cabo las actividades de un negocio no tiene valor identificable, salvo la relacionada con el capital intelectual, es congruente con las resoluciones de los tribunales antes citadas, salvo en la excepción establecida en dichas tesis, que de no existir interrupción en la operación de la unidad económica al cambio de propietario, si se transfiere al comprador el pasivo laboral contingente.
- Un pasivo contingente no mencionado explícitamente en la norma NIF B-7, común en cierto tipo de negocios, principalmente industriales y turísticos, son los pasivos contingentes, llamados pasivos ecológicos, que se derivan de acciones ordenadas por las normas ecológicas o por observaciones de la Procuraduría Federal de Protección al Ambiente, y no cumplidas por los propietarios que venden el negocio.

La norma NIF B-7 propone explícitamente que el valor razonable no se apoye en los valores estimados por expertos en valuación, probablemente referida la propuesta a los valores de reposición nuevos menos deméritos de inmuebles, maquinaria y equipo, usados para la reexpresión de estados financieros y para la determinación de los valores en libros de las acciones de las sociedades mercantiles, distintos a los valores que recomienda la norma NIF B-7 para el valor de reposición de inmuebles, maquinaria y equipo, determinados a partir de una capacidad de producción o servicios similar, sin que excedan del valor de recuperación de los mismos a través de la generación de flujos futuros.

La definición de precio expuesta es prácticamente la misma de la propuesta para el valor razonable, que lo considera como el que se determina primordialmente por una transacción entre partes interesadas, dispuestas e informadas, en un mercado de libre competencia.

La propuesta de la NIF B-7 expuesta en el párrafo anterior para el valor razonable de inmuebles, maquinaria y equipo a partir de la capacidad de generación de flujos futuros, es la base del análisis de los valuadores de negocios y de acciones de empresas propietarias de negocio, y distinta a la práctica acostumbrada de los valuadores de concluir con el valor neto de reposición.

Los casos en que se presentan precios de ganga, en los hechos no son tan inusuales, sobre todo en condiciones de perturbaciones económicas y financieras como las que vive el mundo desde el 2008 y, precisamente por esas condiciones, la contraprestación que surge entre las partes que concurren las negociaciones, dispuestas a comprar y vender, informadas en un mercado de libre competencia, tienen una componente subjetiva que depende de sus circunstancias particulares, de suerte que el valor razonable al que aspira la norma NIF B-7 que surja de esas negociaciones, puede ser precio de ganga si la contraprestación es menor al valor asignado a los activos identificables y pasivos asumidos del negocio adquirido, si el valor asignado y registrado en estados financieros corresponde a valores de reposición nuevos menos deméritos de inmuebles, maquinaria y equipo, o a su capacidad de de generación de flujos futuros.

En cualquier caso, sea que la contraprestación sea mayor o menor al valor razonable, la NIF B-7 establece que debe reconocerse una ganancia o pérdida, lo cual supone que el registro del activo neto en libros no se hace con el valor razonable, pero no especifica con cuál, ni cómo se explica contable y legalmente la ganancia o la pérdida.

3.- NORMA DE INFORMACIÓN FINANCIERA NIF C-7

3.1.- Selección del contenido

En 2005 entró en vigor la norma NIF C-7 al publicarse el boletín B-7 denominado *Adquisiciones de Negocios*, que estableció el reconocimiento inicial de subsidiarias y asociadas, con el propósito principal de separar las normas de consolidación de estados financieros de las normas de valuación de inversiones en asociadas y otras inversiones permanentes.

La NIF C-7 establece que una asociada es la entidad en la que se tiene influencia significativa, que tiene una estructura legal similar o diferente de la tenedora y que puede tener propósitos específicos. La participación en la asociada puede ser a través de instrumentos de capital, de deuda, de derechos de participación en sus utilidades o, en general, de derechos de participación en los beneficios económicos.

La participación de la tenedora en una asociada corresponde a la suma de sus participaciones directas y de las indirectas a través de sus subsidiarias, participaciones que permite a la tenedora tener una influencia significativa en la toma de decisiones de la asociada.

Conforme a la NIF C-7 la inversión en una asociada debe reconocerse inicialmente con base en el valor razonable neto de los activos y pasivos identificables de la asociada en la fecha de la adquisición, Cuando el valor razonable de cualquier contraprestación pagada por la adquisición es mayor que el valor de la inversión en la asociada, la diferencia corresponde al crédito mercantil, el cual deberá ser reconocido como parte de la inversión en la asociada.

La NIF C-7 define al valor razonable como el monto de efectivo o equivalentes que los participantes en el mercado estarían dispuestos a intercambiar para la compra o venta de un activo, o para asumir o liquidar un pasivo, en una operación entre partes, dispuestas e informadas, en un mercado de libre competencia. Cuando no se tenga un valor de intercambio accesible a la operación, debe realizarse una estimación del mismo mediante técnicas de valuación.

La inversión total o parcial en la asociada, clasificada como un activo de larga duración disponible para la venta debe valuarse, a partir de la fecha de aprobación del plan de venta parcial de la inversión permanente, al menor de su valor en libros o al precio neto de venta.

En sus estados financieros la tenedora debe revelar, entre otros conceptos, las razones por las que se considera que la tenedora ejerce influencia significativa sobre una entidad cuando posee, directa o indirectamente, 10% o más de voto en las decisiones cuando ésta cotiza en bolsa de valores, o 25% o más cuando no cotiza en bolsa de valores, así como el valor razonable, entendido como valor de negociación de las inversiones en asociadas cuando existan precios de cotización públicos; las otras inversiones permanentes deben valuarse a costo de adquisición.

3.2.- Comentarios.

Si bien el propósito principal declarado para emitir la norma NIF C-7 es el de separar las normas de consolidación de estados financieros de las normas de valuación de inversiones en asociadas y otras inversiones permanentes, al lector ajeno a la práctica contable no se le informa si la norma en comentario se propone establecer las diferencias entre la consolidación de estados financieros y las normas de valuación haciendo énfasis en las dos, o solo en una de ellas. Para efectos del presente trabajo la selección de contenido de la norma NIF C-7 se limita a lo relacionado con la valuación.

La norma BIF C-7 usa diferentes conceptos de valor: valor razonable, valor razonable neto, valor de intercambio accesible, valor en libros, precio neto de venta, valor de negociación, precio público de cotización y valor a costo de adquisición; con excepción del concepto de valor razonable, no define el resto de los conceptos.

Además agrega que, cuando no se tenga un valor de intercambio accesible a la operación, debe realizarse una estimación del mismo mediante técnicas de valuación, pero no precisa hacia que concepto de valor deben orientarse las técnicas de valuación, sobre todo cuando expresa que el trabajo del valuador debe orientarse a una estimación del valor de intercambio, lo que orienta el trabajo valuatorio hacia una investigación sobre el monto de efectivo o equivalentes que los participantes en el mercado estarían dispuestos a intercambiar para la compra o venta de un activo, diferente al valor neto de reposición que los valuadores determinan para la reexpresión de estados financieros.

Por lo demás, el único concepto de valor que define, el de valor razonable, coincide con el establecido en la norma NIF B-7, e incluye también el concepto de crédito comercial de la asociada que se adquiere

4.- NORMA DE INFORMACIÓN FINANCIERA NIF C-8

El título de la norma NIF C-8 es el de activos intangibles, uno de los temas centrales del presente trabajo, de ahí que esta norma sea a la que se le dedique mayor atención en la exposición de su definiciones y disposiciones. Su objetivo es el de establecer las disposiciones para la valuación, presentación y revelación que sustente el reconocimiento inicial y posterior de los activos intangibles que se adquieran en forma individual o a través de la adquisición de negocios, o que se generen en forma interna en el curso normal de las operaciones de una entidad.

Las definiciones y disposiciones más importantes contenidas en la norma NIF C-8 para efectos del presente trabajo, expuestas a continuación en versión sintetizada, serán consideradas en la tercera parte y comentadas en la cuarta parte de este trabajo.

- Activos intangibles son los activos no monetarios, identificables, sin sustancia física, que generarán beneficios económicos futuros controlados por la entidad.
- Activos identificables, que incluyen ciertos activos intangibles, son los activos que tienen capacidad para generar beneficios económicos futuros para la entidad, adquiridos individualmente o en una adquisición de negocios o generados internamente, que pueden ser separados de la entidad para ser vendidos, transferidos, licenciados, rentados o intercambiados, o que surgen

de derechos legales o contractuales (sic), independientemente de que puedan ser o no transferidos o separados de la entidad.

- Activos netos adquiridos se expresan por el monto neto de activos tangibles e intangibles adquiridos y pasivos asumidos del negocio adquirido.
- Adquisición de negocios es la transacción por medio de la cual una entidad adquiere los activos netos de uno o de varios negocios o se fusiona con otra entidad; en ambas operaciones la entidad adquirente o fusionante adquiere control sobre los activos netos.
- Amortización es la distribución sistemática del costo de un activo intangible en su vida útil definida.
- Contraprestación es el monto que paga el adquirente para obtener el control de uno o varios negocios.
- Crédito mercantil es el exceso de la contraprestación sobre el valor razonable o específico de los activos netos adquiridos.
- Desarrollo incluye la aplicación de los resultados de la investigación o de conocimientos incorporados a un plan o diseño de producción de materiales nuevos o sustancialmente mejorados, y sistemas o servicios previos a la producción o uso comercial.
- Investigación es la búsqueda particular y planeada que tiene el propósito de adquirir nuevos conocimientos científicos o técnicos, con la expectativa de que resulten útiles para desarrollar un nuevo proceso o técnica que permita lograr una nueva mejora significativa en un producto o proceso existente o para desarrollar un producto o servicio.
- Negocio es un conjunto autosuficiente de actividades y activos o de activos netos, que son o pueden ser operados y administrados por un único centro de control, con el propósito de generar un rendimiento u otros beneficios a sus dueños.
- En la adquisición de un negocio, la diferencia positiva o negativa en la contraprestación cubierta sobre la suma de los valores asignados a los activos identificables adquiridos, menos los pasivos asumidos, debe reconocerse conforme lo establece la norma BIF B-7.
- Mercado activo es un mercado en el cual se encuentran elementos homogéneos negociados, y compradores, vendedores y precios observables en cualquier momento.
- Mercado observable es un mercado donde son comprados y vendidos los activos intangibles separados del negocio, a pesar de que las operaciones son frecuentes, de cuyas observaciones puede estimarse el valor razonable.
- Pérdida por deterioro es el monto en que el valor presente de los beneficios económicos futuros de los activos intangibles es menor a su valor neto en libros.

- Valor neto en libros es el saldo neto del activo intangible después de deducir la amortización acumulada y, en su caso, ajustado por las pérdidas por deterioro netas de sus reversiones acumuladas.
- Valor residual es el monto neto que la entidad espera obtener de un activo intangible al final de su vida útil, después de haber deducido los costos de su enajenación o disposición.
- Valor razonable representa el monto de efectivo o equivalentes que participantes en el mercado estarían dispuestos a intercambiar para la venta de un activo intangible, en una operación entre partes interesadas, dispuestas e informadas en un mercado de libre competencia.
- Los beneficios económicos futuros atribuibles a los activos intangibles se determinan usando supuestos razonables y sustentables que representen la mejor administración del conjunto de condiciones económicas que existirán durante su vida útil.
- La valuación inicial de los activos intangibles debe ser a su costo de adquisición y ser determinado para cumplir con el postulado que establece que los efectos financieros de transacciones o transformaciones deben cuantificarse en términos monetarios, atendiendo a los atributos del elemento valuado, para captar el valor económico objetivo de los activos netos.
- La valuación de un activo intangible generado internamente debe basarse en las erogaciones efectuadas para su desarrollo.
- Si el activo adquirido procede de un intercambio total por un activo intangible no similar, su valor razonable es la base para determinar el costo de adquisición; de no tener valor razonable el activo adquirido debe usarse el valor razonable del activo entregado a cambio, y si ambos activos carecen de valor razonable, el costo de adquisición se determina con el valor en libros.
- Al adquirir un negocio, el adquirente debe reconocer todos los activos intangibles identificados, aún cuando el que vende el negocio no los tenga reconocidos por tratarse de activos generados internamente, y no reconocibles como tales por él de acuerdo con esta norma NIF C-8.
- Es aceptable la aplicación de múltiplos a la rentabilidad del activo que reflejen las transacciones usuales en el mercado, la cuantificación de costos evitados y el uso del valor presente de los flujos futuros netos, método este último conocido como enfoque de ingreso.
- Los costos realizados para la obtención de concesiones gubernamentales deben reconocerse como activos intangibles. Si la entidad que vende adquirió la concesión gubernamental sin costo y es transferida a otra entidad, la adquirente debe reconocerla como activo intangible.
- El valor residual de un activo debe basarse en el monto recuperable, utilizando los precios existentes en la fecha de la estimación por la venta de un activo

similar que haya alcanzado el término de su vida útil y operado en condiciones similares al analizado. El valor residual debe revisarse anualmente.

- El valor residual de un activo intangible debe considerarse nulo, a menos que exista un compromiso de tercero para adquirir el activo al término de su vida útil en una contraprestación pactada, o exista un mercado activo, y en tales casos su valor residual podría incrementarse hasta su valor neto en libros.
- El plazo de amortización de un activo intangible debe atender a lo siguiente:
 - El uso esperado del activo.
 - Los ciclos de vida típicos del producto.
 - La obsolescencia técnica o tecnológica.
 - Los cambios en la demanda de los productos o servicios.
 - La conducta esperada de la competencia.
 - El costo del mantenimiento en relación a los beneficios esperados.
 - Los límites al uso del activo impuestos por disposiciones legales o contractuales.
 - La dependencia del activo analizado de la vida útil de otros activos.

SEGUNDA PARTE

NORMAS DE VALUACIÓN

1.- INTRODUCCIÓN

A partir de 1982 los procedimientos de valuación de inmuebles y unidades económicas empezaron a requerir severas modificaciones ante la presencia de fenómenos de muy diversa naturaleza, entre los cuales destacan los siguientes:

En 1982, la crisis de la deuda externa, que se manifestó en dos sucesivas y fuertes devaluaciones del peso mexicano frente al dólar americano y en un fuerte disparo inflacionario, condujo a la entonces Comisión Nacional de Valores a establecer que las empresas que cotizaban en la bolsa de valores debían reexpresar sus estados financieros reflejando en ellos los efectos de la inflación, para lo cual debían actualizar el valor de los activos fijos y las consecuentes depreciaciones.

A partir de experiencias anteriores de los valuadores, la valuación de los activos fijos se hizo por la vía de la determinación del valor neto de reposición, que consiste en investigar el valor de reposición nuevo de cada activo fijo considerado como indivisible, mediante investigación de mercado, y disminuirlo afectándolo por la depreciación producto de la vida útil consumida, por el estado de conservación y por la obsolescencia económica; del valor neto de reposición se desprende la depreciación anual considerada en el estado de resultados.

Esta práctica se generalizó a pesar de que algunos valuadores, entre ellos el autor de este trabajo, manifestaron en foros y en publicaciones su inconformidad argumentando lo siguiente:

- Por una parte que el valor neto de reposición así determinado para los activos fijos no corresponde al ingreso que podría obtenerse de su venta en el mercado, en el caso de liquidación de la sociedad civil o mercantil, porque se basa en el discutible supuesto de que el precio de nuevo solo es afectado por los posibles compradores por los efectos de la vida útil consumida y del estado de conservación, ignorando los avances tecnológicos y la evolución de la demanda de los bienes o servicios en cuya producción o prestación participa aisladamente, derivadas del contexto económico o de cambios en las preferencias de los demandantes
- Por otra parte que la forma de determinar la obsolescencia económica a partir de la rentabilidad de la empresa propietaria de la sociedad civil o mercantil, no permite aproximar el valor neto de reposición a la expectativa de ingreso a la venta de los activos en caso de liquidación, ya que una baja rentabilidad podría

ser consecuencia de una mala administración que no refleja la posición en el mercado de los activos o, en el caso de que la baja rentabilidad fuera consecuencia del entorno económico –macro y micro-, y efectivamente reflejara en alguna medida la posición en el mercado de los activos, permitiría una depreciación menor y, paradójicamente, mejoraría la rentabilidad de la empresa.

Las críticas reseñadas se suman a lo que ahora establece la norma NIF B-7 al proponer explícitamente que el valor razonable no se apoye en los valores estimados por expertos en valuación, probablemente referida a la práctica acostumbrada de los valuadores de concluir con el valor neto de reposición de los activos fijos.

La complicación entre las prácticas contables y las de valuación crece con la aparición en 2009 de la norma NIF C-8, la cual establece que el valor de los activos netos adquiridos se expresen por el monto neto de activos tangibles e intangibles adquiridos y pasivos asumidos del negocio adquirido, por lo siguiente:

- El valuador se limita a determinar el valor neto de reposición de los activos fijos –inmuebles, maquinaria, mobiliario o equipo- y, lego en contabilidad, supone que el valor por él determinado se registra en la cuenta de activo fijo, y que el pasivo que hubiera por un saldo del crédito por pagar, que el valuador desconoce, se registra por separado en el pasivo.
- Lo que establece ahora la norma NIF-C.8, también para el valuador lego en contabilidad, parece implicar que, a partir del 2009, el valuador deberá ser informado del saldo del crédito por pagar, si lo hubiera, para que su dictamen se exprese como valor del activo neto.
- Y todavía más, ¿cómo deberán valuarse los activos fijos adquiridos mediante arrendamiento financiero? Porque la adquisición por esa vía le da a la empresa el derecho al usufructo del activo fijo, y por ello debe asumir el costo de la depreciación, pero no la propiedad. Por otro lado, puede deshacerse del activo fijo en arrendamiento financiero mediante un valor de rescate que aplique a cubrir total o parcialmente el saldo por pagar.

En 1985 se inició la venta de los activos del Gobierno Federal, especialmente con la venta de los hoteles de Nacional Hotelera, para lo cual fue necesario establecer los precios mínimos de venta a partir de su potencial de generación de utilidades, pues determinarlos a partir de su valor neto de reposición hubiera conducido a precios de referencia, o muy bajos en detrimento de los intereses del Gobierno Federal, o muy altos para ser atractivos a los inversionistas, también en perjuicio de los intereses del Gobierno Federal.

También en 1985 se presentaron los destructivos sismos de septiembre, que modificaron radicalmente el comportamiento de los mercados inmobiliarios, principalmente del Área Metropolitana de la Ciudad de México, obligando a generalizar la aplicación de la técnica del valor residual, incorporando elementos de análisis como, entre otros, las condiciones de seguridad estructural –y eventual costo de reestructuración o descopete-, el temor de usuarios e inversionistas a las zonas en las que se presentaron los mayores daños y el disparo de la demanda de vivienda y de oficinas por la desocupación de edificios y casas habitación dañados o destruidos.

En 1987 se establecieron en el Distrito Federal las primeras disposiciones en materia de usos del suelo, densidad de población e intensidad de construcción, que condujeron a modificaciones a la baja en el potencial de aprovechamiento de un número significativo de inmuebles, y trajeron como consecuencia, en una primera reacción, la distorsión de los mercados inmobiliarios al enfrentar las expectativas de la oferta basadas en comportamientos anteriores a las disposiciones, contra la racionalidad económica del lado de la demanda, especialmente de los desarrolladores inmobiliarios, quienes establecieron sus precios de compra a partir del análisis de la rentabilidad de sus proyectos, y por tanto de la práctica de los avalúos residuales.

En 1992 se manifestaron los primeros síntomas de lo que sería en 1995 la crisis de la cartera vencida, y se pusieron a la vista las diferencias entre los valores de las garantías inmobiliarias y los precios con los que reaccionó el mercado cuando los bancos pusieron a la venta dichas garantías.

El organismo Fondo de Protección al Ahorro Bancario (FOBAPROA), como responsable, entre otras cosas, de la comercialización de los activos inmobiliarios adjudicados a los bancos y transferidos al propio FOBAPROA, tropicalizó el procedimiento llamado derived investment value (DVI) desarrollado por la Resolution Trust Corporation (RTC), organismo del Gobierno de Estados Unidos responsable en 1988 del rescate bancario en aquel país, procedimiento que no es más que la valuación de los activos en función de su capacidad de generar ingresos.

El texto de este capítulo reproduce conceptos incluidos en los artículos del autor del presente trabajo publicado en la revista IC INGENIERÍA CIVIL, órgano oficial del Colegio de Ingenieros Civiles de México, en su número 426 y 437, de octubre de 2004 y septiembre de 2005 respectivamente, el segundo en colaboración con el Arq. Jorge Carrillo Alcalá, y tiene como propósito el análisis del lenguaje de los negocios en el que indistintamente se usan las palabras de valor y precio, los conceptos de valor que se han venido generalizando en el medio valuatorio en los

últimos años, los conceptos de valor comercial y valor del negocio, la relación entre ambos conceptos de valor y, quizá lo más importante, destacar que el papel del valuador es el de consultor para la toma de decisiones o, expresado de otra forma, que el avalúo no es un documento útil únicamente para satisfacer un trámite o respaldar un registro contable, sino un instrumento para la toma de decisiones en el contexto de la internacionalización de los negocios.

Lo anterior invita a un análisis de las normas vigentes de valuación de las instituciones nacionales y el proyecto de Normas Mexicanas de Valuación formulado por el Comité Técnico de Normalización Nacional en Materia de Información en Prestación de Servicios, frente a las normas internacionales.

2.- LOS CONCEPTOS DE VALOR Y PRECIO.

2.1.- Valor y precio en las normas y en las leyes

Las palabras *valor* y *precio* -e incluso contraprestación, *costo* y estimación de valor- son usadas generalmente como sinónimos por los agentes económicos en las operaciones comerciales de bienes y servicios y en las leyes que las regulan, en tanto que las leyes y las disposiciones normativas de la valuación las aplican con tendencia a la exclusividad, lo que se refleja en la práctica misma de la valuación. Más aún, la palabra *valor* se usa cada vez con mayor frecuencia en el lenguaje común de los negocios para referirse a acciones, bonos, obligaciones, etc.

El *Instituto Mexicano de Valuación*¹ adoptó la teoría del *valor único*, aceptada en la Primera Convención Panamericana de Valuaciones, celebrada en Lima en 1949, considerando que ese *valor único es el valor de mercado*, en tanto que por *precio* entiende la cantidad fijada a una cosa vendible en función de la unidad monetaria, para un mercado dado y en un tiempo determinado.

Para el *Instituto de Administración y Avalúos de Bienes Nacionales*² *precio* es la cantidad que se pide o se ofrece por un bien o un servicio y *valor* es un concepto económico que se refiere a la relación monetaria entre los bienes y servicios disponibles para compra y aquellos que los compran y los venden.

La *Comisión Nacional Bancaria y de Valores* es omisa en la definición de *valor* y *precio* en sus disposiciones en materia de valuación³

¹ INSTITUTO MEXICANO DE VALUACIÓN. Normas para la Valuación de Bienes Inmuebles. México, 1980.

² INSTITUTO DE ADMINISTRACIÓN Y AVALÚOS DE BIENES NACIONALES. Glosario de términos en valuación. México, 2001.

³ COMISIÓN NACIONAL BANCARIA Y DE SEGUROS. Circular 1462. Disposiciones de Carácter General para la Prestación del Servicio de Avalúos. 2000.

El *International Valuation Standards Committee*⁴ define al *valor* como el concepto económico que se refiere al *precio* más probable que los compradores y vendedores concluirán por un bien o servicio que está en venta; para el *valor* señala que no es un hecho sino un estimado del *precio* probable que se pagará por los bienes o servicios en un momento dado. Al *precio* lo define como el término que se utiliza para la cantidad inicial que se pide; debido a las capacidades financieras, a las motivaciones o intereses especiales de cierto comprador y/o vendedor; el *precio* que se paga por los bienes o servicios puede o no tener alguna relación con el *valor* que otros le asignan a esos bienes o servicios.

En una revisión panorámica de leyes relacionadas se encuentra lo siguiente:

- *Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos*.- Al importe de la indemnización por la expropiación de bienes le llama *precio*, pero indica que dicho *precio* se deberá establecer de acuerdo al *valor fiscal*, tratándose de inmuebles. Artículo 27.
- *Ley General de Bienes Nacionales*.- Usa el término de *valor* para referirse a la base para las negociaciones de las operaciones inmobiliarias de bienes muebles e inmuebles que realice la Administración Pública Federal, así como para determinar el monto de la indemnización que se pague por la expropiación de bienes inmuebles de propiedad particular.. Artículos 143, 144, 145 y 147.
- *Ley Federal de Derechos*.- La base para la determinación del monto de los derechos por la concesión de bienes inmuebles es el *valor* del inmueble. Artículo 232.
- *Ley de Expropiación*.- Establece que el *precio* de la expropiación de bienes inmuebles deberá determinarse con base en el *valor* comercial. Artículo 10.
- *Ley Agraria*.- La más reciente de las leyes, expedida en 1992, usa el término *valor* comercial para la determinación del monto de la indemnización por expropiación de bienes ejidales y comunales; para la enajenación de terrenos nacionales y para la venta de parcelas en dominio pleno usa el término *precio de referencia*, y señala que el *valor* de las acciones en las sociedades en que participen ejidos o ejidatarios como socios será el *precio de referencia* de los terrenos aportados. Artículos 75, 86, 94 y 161.
- *Código Civil para el Distrito Federal*.- Es grande el número de artículos de este Código que usan indistintamente los términos de *valor* y *precio*; con el objeto de agilizar la lectura del presente texto, solamente se señala que en 13 artículos se usa el término *precio*, en seis el término *valor* y en uno ambos.

⁴ INTERNATIONAL VALUATION STANDARDS COMMITTEE. Normas internacionales de valuación 2000. Londres.2000. El International Valuation Standards Committee es una organización no gubernamental, miembro de las Naciones Unidas, registrado en el Consejo Económico y Social de la ONU en 1985.

Artículos 730, 731, 736, 2248, 2250 a 2255, 2261, 2299, 2303, 2304, 2310, 2320, 2321, 2334, 2337 y 2381.

- *Ley del Impuesto sobre la Renta*.- Define el monto original de la inversión a partir del *precio*, ciertos ingresos y deducciones con base en *valores* y un egreso con base en el *costo*. Artículos, 41, 46, 48, 95 y 97.
- *Código Financiero del Distrito Federal*.- Solamente usa el término *valor* para la determinación de contraprestaciones e impuestos. Artículos 149, 156 y 158.

2.2.- Valor y precio en las teorías económicas

Las teorías económicas de mayor actualidad se inclinan más al uso del precio, como se puede observar a continuación:

*Doctrina de la Aceptación (Siglo XIII)*⁵.- Con Santo Tomás de Aquino como representativo, solamente usa el concepto de *valor*, el que asimila al costo de producción, ya que la fuerza del ambiente religioso de la época condujo a considerar a la ganancia como excepción. De él surge el concepto de *justiprecio*, como importe del salario a los siervos, justo en el contexto de la moral cristiana.

*Teoría objetiva (Siglo XIX)*⁶.- Desarrollada principalmente por Adam Smith y David Ricardo, considera al *valor* como un concepto diferente del *precio*; determina al *valor* de un bien según el trabajo necesario para producirlo, el que asimila al *costo* de producción; el *precio* lo define como resultado del juego de la oferta y la demanda.

*Teoría subjetiva (Siglo XIX)*⁷.- Fundada por William Jevons, esta corriente inició por considerar que el *valor* y el *precio* son la misma cosa y, haciendo énfasis en la conducta de la demanda más que en la de la oferta, concluyó que el *precio* depende de la capacidad del bien para satisfacer apetencias, y que de la utilidad del bien depende la apetencia, la intensidad de la necesidad, y por ende su *precio*.

*Teoría neoclásica (Siglo XX)*⁸.- Alfred Marshall combinó las teorías objetiva y subjetiva en la síntesis neoclásica, conforme a la cual el *precio* depende de la comparación entre la utilidad marginal del bien y la utilidad marginal del dinero, lo que se manifiesta en la interacción de la oferta y la demanda.

*Keynesianismo (Siglo XX)*⁹.- John M. Keynes publicó su teoría sobre la ocupación, el interés y el dinero en plena época de la Gran Recesión (1932-1940) que afectó

⁵FINKELSTEIN Joseph y THIMM Alfred. Economistas y Sociedad. Logos Consorcio Editorial, S.A. México, 1976.

⁶ Ibid.

⁷ Ibid.

⁸ Ibid.

⁹ KEYNES John Maynard. Teoría General de la Ocupación, el Interés y el Dinero. Fondo de Cultura Económica. México, 1984.

a muchos países, pero principalmente a Estados Unidos, y de ella se desprendió el modelo del estado benefactor y promotor del desarrollo, que se aplicó en prácticamente todos los países de América y Europa hasta la llegada de la corriente monetarista.

El modelo de Keynes se basa, para efectos de esta exposición, en que el *precio* de un bien depende de la oferta y de la demanda real, pero para ese modelo la demanda real resulta de la voluntad de comprar sumada a la capacidad de pagar, y la capacidad de pagar depende del empleo, de los salarios y de la disponibilidad y costo del crédito, de ahí la importancia que le concede a la intervención del estado en la economía, pero alejado a la figura de la economía centralmente planificada, característica del socialismo real.

*Monetarismo (Siglo XX)*¹⁰.- El modelo del estado benefactor y promotor del desarrollo entró en crisis en los ochenta y apareció la corriente monetarista encabezada por Milton Friedman, para la que es el *sistema de precios*, mecanismo que transmite datos para comprar y vender, el que determina la posición de los bienes en el mercado.

Para Friedman, la información del sistema de *precios* permite a los compradores elegir los bienes que mejor satisfacen sus necesidades y sus capacidades de compra, incentiva la producción de los bienes demandados en las mejores condiciones de calidad y costo de producción, y con ello permite la asignación de recursos a proyectos generadores de oferta, de acuerdo con el perfil de la demanda.

Actualmente, con motivo de la crisis financiera en los grandes países desarrollados, iniciada a principios de 2008 y con impacto en la economía real de todos los países del mundo, perdió credibilidad el monetarismo y resurge el keynesianismo, pero no por los conceptos monetaristas de Friedman, sino por su posición neoliberal, que propone la no intervención del estado en la economía.

3.- VALOR COMERCIAL.

3.1.- El valor comercial en las normas

El concepto de valor comercial ha evolucionado para ser definido de diferentes formas:

Del Instituto Mexicano de Valuación: Es la cantidad más probable, expresada en dinero, que se espera produzca la venta de un bien inmueble en un mercado competitivo y abierto, bajo todas las condiciones para una venta justa, en la que

¹⁰ FRIEDMAN Milton y Rose. Libertad de Elegir. Planeta-Agostini. México, 1992.

tanto el comprador como el vendedor actúan prudentemente, con conocimiento, y asumiendo que el precio no está afectado por un estímulo indebido¹¹.

Del Instituto de Administración y Avalúos de Bienes Nacionales: Es la cantidad más alta encontrada en la identificación de ofertas de bienes comparables con el bien en estudio como unidad indivisible, bienes comparables que se constituyen en competencia para el bien en estudio. Para resolver las diferencias en las características propias de los bienes de referencia con el analizado, el valuador debe aplicar un modelo de homologación.¹²

De la Comisión Nacional Bancaria y de Valores: Es el *precio* límite que un comprador bien informado paga por un bien, después de comparar con el *precio* de compra de otro bien similar.¹³

Del International Valuation Standards Committee: Es la cantidad estimada a la que se debe intercambiar una propiedad en la fecha del avalúo, entre un comprador y un vendedor dispuestos, en una transacción prudente después de una comercialización adecuada, en donde las partes actúan en forma prudente, con conocimiento y sin compulsión¹⁴.

De las tres primeras definiciones expuestas se desprende que el *valor comercial es una especulación¹⁵ del valuador* sobre la respuesta de un comprador y un vendedor ante la perspectiva de cerrar una operación inmobiliaria, y que esa especulación debe surgir de investigaciones en un mercado que satisfaga *determinados* requisitos, entre ellos que en él se ubique el bien inmueble analizado, que el comprador y el vendedor se encuentren en *determinadas* circunstancias y que asuman *determinadas* conductas.

En cambio, la última definición considera que el valor comercial es *la cantidad estimada en que se debe intercambiar una propiedad* en la fecha del avalúo, definición que parece contradictoria, porque si es estimada no puede ser obligada.

El análisis que se presenta a continuación se propone estudiar si las circunstancias exigidas para los mercados y las circunstancias y conductas

¹¹ INSTITUTO MEXICANO DE VALUACIÓN. Normas para la Valuación de Bienes Raíces. 1980.

¹² INSTITUTO DE ADMINISTRACIÓN Y AVALÚOS DE BIENES NACIONALES. Glosario de Términos de Valuación. 2001.

¹³ COMISIÓN NACIONAL BANCARIA Y DE SEGUROS. Circular 1462. Disposiciones de Carácter General para la Prestación del Servicio de Avalúos. 2000.

¹⁴ INTERNATIONAL VALUATION STANDARDS COMMITTEE. Normas internacionales de valuación 2000. Londres.2000.

¹⁵ MOLINER María. Diccionario de uso del español. Editorial GREDOS. Madrid. 1998. El concepto de especulación no solo tiene un sentido mercantil, también tiene un sentido intelectual, que es el usado en este texto.

supuestas para los agentes económicos en las definiciones se pueden encontrar para todos los inmuebles y en todos los mercados.

En la definición de *valor comercial* del IMV se exige que la investigación se realice en un mercado competitivo, abierto y libre de presiones, condiciones que se orientan a lo que los economistas llaman mercado de *competencia perfecta*¹⁶, en el cual el mercado de un determinado bien debe de operar de suerte que participen en él un número considerable de agentes económicos de los dos lados –ofertantes y demandantes-, y que ninguno de ellos represente una parte del mercado total lo suficientemente grande como para alcanzar una influencia que le permita imponer precios al mercado.

Para la IVSC un mercado es el *ambiente* en el que se comercializan bienes y servicios entre compradores y vendedores a través de un *mecanismo de precios*, definición de mercado que incluye un concepto similar al *sistema de precios* de la *teoría de precios* de Milton Friedman, y que posiblemente explique el porqué define al *valor comercial* como la cantidad estimada en la *que se debe* intercambiar una propiedad en la fecha del avalúo.

El concepto de mercado de la IVSC implica que los bienes o servicios pueden comercializarse entre compradores y vendedores sin *ninguna restricción* indebida en sus actividades, con lo cual nuevamente se acerca a Friedman, que considera deseable que los mercados sean libres de la intervención gubernamental –en la producción y comercialización, en el otorgamiento de subsidios o en el simple control de precios-.

3.2.- El valor comercial y el funcionamiento de los mercados

En la realidad no existe un mercado inmobiliario sino varios por la variedad de tipos de inmuebles y porque en cada país, región, ciudad o zona existen diferentes condiciones socioeconómicas que condicionan el comportamiento de los mercados por tipo de inmueble.

Si los compradores o vendedores están bien informados del futuro de los bienes, ninguno estaría dispuesto a comprar o a vender con un valor derivado de una investigación de mercado basado en la investigación de ofertas de bienes con el uso existente; si sabe que en el futuro más o menos próximo el uso potencial del bien analizado se modificará, lo que le es más conveniente es una investigación que otee el futuro.

¹⁶ GALBTAITH John K. La sociedad opulenta. Editorial Planeta, S.A. de C. V. México. 1992.

En la medida en que existan menos agentes económicos, y por ende menos ofertas para un tipo de inmueble en un determinado país, región, ciudad o zona, se reduce la posibilidad de encontrar un mercado de competencia perfecta.

Los ciclos económicos en nuestro país presentan caídas en la producción y el empleo con una frecuencia relativamente alta, ciclos que generan distorsiones en los mercados inmobiliarios, por lo que en circunstancias de caídas económicas prácticamente todos los mercados inmobiliarios están sujetos a grandes presiones y distorsiones, y su estabilización toma tiempo.

La normatividad urbana y ecológica se encuentra en permanente evolución; a cada cambio en los planes o programas de ordenamiento urbano y ecológico corresponde un cambio radical en las condiciones de los mercados inmobiliarios, consecuencia de modificaciones en los potenciales de aprovechamiento; por ende los valores comerciales se ven presionados por los cambios, y su estabilización toma tiempo.

Las operaciones inmobiliarias que se realizan en el país enfrentan riesgos que condicionan su posición en los mercados, y por ende su valor comercial, riesgos que generalmente se descubren después de realizada la operación. Los riesgos más frecuentes son los de inseguridad jurídica en la propiedad, invasiones por conflictos sociales e inseguridad física –construcciones dañadas por sismos o huracanes, inundaciones, deslaves, cavernas, instalaciones peligrosas, etc.-

A partir de 1992 se modificó la legislación agraria y, con algunas complicaciones, colocó en el mercado inmobiliario en la frontera campo-ciudad, con seguridad jurídica, importantes superficies de terrenos rústicos con vocación urbana; en ese nuevo mercado los precios se forman en función de factores jurídicos, sociales, de infraestructura y de normatividad urbana y ecológica, con la participación de un reducido número de agentes económicos y con pocas grandes operaciones, por lo que este mercado no puede considerarse de competencia perfecta.

El fenómeno de la globalización de la economía trae consigo la internacionalización de los negocios inmobiliarios, de suerte que las negociaciones para la compraventa y arrendamiento de los inmuebles –oficinas, bodegas, locales comerciales, naves industriales y viviendas que requieren las transnacionales para sus operaciones- tienden a realizarse con la intermediación de empresas extranjeras y conforme a modelos, criterios y referencias de mercado de otros países.

Las corrientes económicas modernas conceden a los sistemas de precios una gran importancia en la conducta de los agentes económicos. Para Milton

Friedman¹⁷ es engañosamente sencilla la idea clave de Adam Smith, según la cual, si una compraventa entre dos partes es voluntaria –libre de presiones-, no se llevará a cabo a menos que ambas partes crean que saldrán beneficiadas. Por ello propone el sistema de información sobre precios que conduce al concepto de *mercados eficientes*, a los que definen otros economistas como aquellos en que los precios de las operaciones que se realizan reflejan fiel y cabalmente la información disponible¹⁸, concepto originalmente desarrollado para mercados financieros, para los que consideran tres niveles de eficiencia:

- Débil cuando la información base es la de los precios usados en operaciones pasadas.
- Intermedio cuando se usa información pública.
- Fuerte cuando la información que se usa es pública y privada, y entonces las operaciones *deben pactarse* en los precios consignados en el sistema de precios.

Pero, agrega George Gau, es necesario reconocer que *los mercados inmobiliarios son imperfectos*, y para sustentar su afirmación apunta tres de las características que *no* son satisfechas por los mercados inmobiliarios, exigibles para responder a la definición de mercados eficientes:

- En los mercados inmobiliarios no existe el número suficiente de compradores y vendedores que permita evitar que alguno o algunos de ellos impongan precios.
- En general, en los mercados inmobiliarios los agentes económicos no tienen expectativas homogéneas sobre los beneficios de los inmuebles derivados del uso o explotación de los mismos, ni tienen opiniones uniformes sobre sus precios.
- En los mercados inmobiliarios existen barreras para que puedan participar todos los agentes económicos que lo necesitan: o no tienen suficiente dinero o crédito -el precio de los inmuebles representa importes significativos para la economía de las familias y de las empresas- o carecen de información que les brinde confianza en su participación en esos mercados.

En resumen para Gau, al ser los mercados inmobiliarios imperfectos, no pueden ser eficientes, principalmente porque los agentes económicos que pueden o necesitan participar en ellos no tienen iguales facilidades de acceso a la información, ni tienen las mismas expectativas sobre los beneficios derivados del

¹⁷ FRIEDMAN Milton y Rose. Op. Citado.

¹⁸ GAU GEORGE. Mercados inmobiliarios eficientes: ¿paradoja o paradigma?. AREUEA Journal, vol. 15, no. 2, 1987.

uso o explotación de los inmuebles y, por tanto, no tienen la misma percepción sobre el precio de los mismos.

Para nuestro país cabe agregar algunos comentarios a lo antes expuesto:

- Una proporción muy grande de las operaciones inmobiliarias que se realizan en el país son jurídicamente irregulares, y por tanto no existe registro formal de ellas; es decir, no existe información documental que sustente una investigación.
- Existen otros mercados inmobiliarios en los que participan un importante número de pequeños agentes económicos como vendedores y compradores – antiguos y futuros usuarios de los inmuebles-, *que carecen de información y experiencia porque participan solo una o dos veces en su vida* en esos mercados: familias que compran casa, y pequeños y medianos empresarios que compran para sus negocios oficinas, locales comerciales, bodegas, naves industriales, etc.
- Las operaciones descritas en el párrafo anterior se negocian sin la asesoría del valuador; cuando son ventas de primera vez –inmuebles nuevos- las negociaciones son entre compradores inexpertos y vendedores profesionales, y si son ventas en mercados secundarios, los que participan son compradores y vendedores inexpertos. Estas operaciones se registran formalmente, pero con precios generalmente por debajo de lo verdaderamente pactado, por razones fiscales inmediatas.
- En cambio, en las operaciones inmobiliarias entre grandes y medianas empresas, en número muy reducido en comparación con las otras descritas, se registran formalmente en los precios verdaderamente pactados, también por razones fiscales, pero mediatas; en estas operaciones, generalmente de gran magnitud, tampoco participan necesariamente los valuadores para establecer el precio.
- Sin embargo, tanto los agentes económicos inexpertos como los profesionales, cuando realizan una operación inmobiliaria, tienen presente el propósito para el cual compran, venden, arriendan y comprometen en garantía o en fideicomiso, y ese propósito influye en sus decisiones. Los propósitos van asociados a las perspectivas futuras, buenas o malas, del inmueble objeto de la operación.

4.- VALOR DE NEGOCIOS.

4.1.- El enfoque de ingresos en las normas de valuación

El concepto de valuación de negocios es de relativa reciente aparición en el medio valuatorio mexicano, aun cuando su aplicación data, por lo menos, de 1985, y por ello las normas de las instituciones utilizan otros términos que son relativamente

similares al concepto citado. Los términos más usuales en las instituciones y en los gremios son valor de capitalización –el más antiguo- valor del dominio pleno del arrendador, enfoque de capitalización de ingresos, valor de oportunidad y valor del negocio.

El *Instituto Mexicano de Valuación*, en una de sus definiciones sin adjetivos del *valor*, establece que el *valor* es el monto presente de los beneficios futuros que surgen de la propiedad para los usuarios o inversionistas en el mercado.

La *Comisión Nacional Bancaria y de Valores* usa el término *enfoque de ingresos*, y establece que por ese enfoque se *estiman valores* con relación al *valor* presente de los beneficios futuros derivados del bien, generalmente medidos a través de la capitalización de un nivel -¿*flujo*?- específico de ingresos.

Para terrenos cuyo mejor uso sea el desarrollo inmobiliario, así como del terreno para el que no se hayan encontrado referencias de ofertas de terrenos similares, la *Comisión Nacional Bancaria y de Valores* permite usar el método residual, siempre que se cumpla que el desarrollo inmobiliario posible sea jurídicamente permisible, técnicamente factible y económicamente viable, y que en el análisis se considere la capacidad y el tiempo que razonablemente se puede esperar para que el mercado absorba los productos del proyecto.

Tratándose de terrenos cuyo uso del suelo no esté aun definido por la reglamentación urbana, la *Comisión Nacional Bancaria y de Valores* ordena realizar un análisis de las condiciones físicas, de vocación y de factibilidad de servicios para sustentar las características del desarrollo inmobiliario que sirva de partida para la aplicación del método residual.

Para el *Instituto de Administración y Avalúos de Bienes Nacionales* el enfoque de ingresos está diseñado para encontrar la posición del inmueble que se valúa como unidad indivisible en un mercado de inversionistas, por tanto el *valor* del inmueble como unidad indivisible resulta del *precio máximo* que puede pagar por él un inversionista para obtener una tasa de rendimiento mínima aceptable (TREMA), conforme a proyectos posibles de aprovechamiento del edificio en estudio.

El *International Valuation Standards Committee* define al *enfoque de capitalización del ingreso* como un enfoque comparativo a partir de los ingresos y egresos que genera la propiedad que se valúa, y estima el valor capitalizando el ingreso neto – ingresos menos egresos-, considerando que, por lo general, el principio de sustitución sostiene que el flujo de ingreso –*neto*- que produce el mayor retorno proporcional a cierto nivel de riesgo, da lugar a la cifra de valor más probable.

Agrega el IVSC que el *mayor y mejor uso de una propiedad* es el uso más probable que es posible físicamente, justificado adecuadamente, permisible legalmente, económicamente viable y del que resulta el mayor *valor* de la propiedad que se está valuando.

4.2.- Bases metodológicas del avalúo de negocios.

Cuando una persona física o moral realiza una inversión en una empresa o una unidad económica, adquiere el *derecho* de recibir una serie de rendimientos *futuros probables*, que espera de la venta de los bienes o servicios que produzca la empresa o la unidad económica durante su vida útil económica.¹⁹

Lo anterior implica que el *inversionista comprador* debe contar con uno o varios proyectos posibles para el aprovechamiento futuro de la unidad económica o de la empresa, basados en estudios de los factores legales, técnicos, económicos, políticos, de normatividad urbana, ahora ecológicos y, eventualmente, sociales de la zona, ciudad, región, país o ámbito internacional que constituya la zona de influencia de cada proyecto, de suerte que pueda tener un pronóstico de los rendimientos *futuros* de esos proyectos en escenarios configurados por combinaciones de los factores citados, y de esos proyectos y escenarios, considerar para su toma de decisión la combinación de proyecto/escenario que tenga las mayores probabilidades de presentarse y los mayores rendimientos esperables.

Y así como el *inversionista comprador* debe analizar varios proyectos posibles para el aprovechamiento futuro de la empresa o unidad económica, y a partir de ello determinar su espacio de negociación para la compra, el *inversionista vendedor* de la empresa o unidad económica también debe formular sus estrategias de venta –la venta de la empresa o unidad económica en una sola operación, o la venta por partes, por ejemplo- según los perfiles de los posibles compradores y sus respectivos proyectos de aprovechamiento, así como el proyecto de aplicación del producto de la venta.

El *inversionista comprador* tiene casi siempre la opción, o de comprar una empresa o una unidad económica existente, o establecer o construir una nueva capaz de producir los mismos bienes o servicios que la existente, considerando para ello los precios de mercado de las componentes necesarias para el establecimiento o construcción de una nueva empresa o una nueva unidad económica.

¹⁹ KEYNES John M. Op. Cit.

Salvo consideraciones particulares de posición financiera, al *inversionista comprador* le resultaría indiferente una u otra opción si resultaran iguales el valor presente de los beneficios futuros de ambas opciones; si resultaran diferentes, optará por la que le ofrezca el mayor valor presente.

El razonamiento expuesto para decidir en invertir en una de dos empresas o unidades económicas –una existente y la otra nueva- capaces de producir los mismos bienes o servicios, puede extenderse al análisis del valor presente de dos empresas o unidades económicas existentes a la venta que produzcan diferentes bienes y servicios, así como a la alternativa de sacar el dinero de una inversión financiera, que produce determinados rendimientos, para comprar una empresa o una unidad económica existente.

Así mismo, el razonamiento expuesto desde la perspectiva del *inversionista comprador* puede extenderse a la perspectiva del *inversionista vendedor*, el cual vende su empresa o su unidad económica, o para comprar otra existente, o para establecer o construir una nueva, o para cubrir un pasivo, o para cualquier otro proyecto, pero siempre buscando obtener el mayor valor presente de los beneficios *futuros* de la operación de venta y reinversión del producto de la venta.

Cabe la posibilidad de que la unidad económica o las acciones de la empresa reúnan condiciones que permitan investigar su posición en un mercado más o menos activo, en el que se encuentren operaciones concretadas de unidades económicas o empresas similares a la analizada, de suerte que, con esas referencias y el análisis que *ponderen el potencial de rendimientos*, podrá encontrarse un *valor comercial de referencia*; e incluso, mejor aún, podrían encontrarse ofertas que se constituyeran en opciones para el *inversionista comprador*, y en competencia para el *inversionista vendedor*.

Lo anterior no anula el análisis del *valor del negocio*, sino que lo complementa, porque si el *valor de negocio*, en la combinación proyecto/escenario elegida, resulta mayor que el *valor comercial de referencia*, es obvio que el *inversionista comprador* argumentará y se inclinará a cerrar la operación con el segundo, y el *inversionista vendedor*, en esas mismas condiciones, difícilmente podrá encontrar comprador si su *precio mínimo de venta* lo establece con base en el *valor del negocio* y no en el *valor comercial de referencia*.

Si, por el contrario, el *valor del negocio* resulta menor que el *valor comercial de referencia*, entonces el *inversionista comprador* no estará dispuesto a pagar un precio mayor que el *valor del negocio*, y el *inversionista vendedor* tendrá que fijar su precio máximo de venta en función del *valor del negocio*.

Evidentemente, a cada combinación de proyecto/escenario corresponderá una expectativa de rendimientos por el aprovechamiento de la empresa o unidad económica, y por ende un *valor del negocio* diferente; y además, es necesario incorporar al análisis, si es el caso, el *valor comercial de referencia*. Es decir, habrá tantos *valores del negocio* como combinaciones de proyecto/escenario se puedan configurar, y además la posibilidad de que aparezcan *valores comerciales de referencia*. Esta proliferación de valores provoca confusión en los valuadores formados en la teoría del valor único:

Quizá por ello, el Comité Técnico de Normalización Nacional en Materia de Información en Prestación de Servicios (CTNNMIPS) establece, en el capítulo de *valor como negocio* de su proyecto de Normas Mexicanas de Valuación, lo siguiente:

- La selección y uso del método y de procedimientos adecuados depende del criterio del valuador y no en base de alguna fórmula establecida. Uno o más enfoques pueden no ser pertinentes para una situación en particular. Más de un método bajo algún enfoque puede ser pertinente para otra situación particular.
- El valuador debe emplear su criterio cuando determine el peso relativo que se acordará para las indicaciones de valor alcanzadas con base a diferentes métodos, o si debe dominar el valor resultante de un solo método.
- El criterio o juicio del valuador para determinar el peso relativo puede presentarse, ya sea en términos generales o en términos de la *ponderación matemática* de los valores indicados que se reflejan en la conclusión. En cualquier caso, el valuador debe proporcionar el juicio para la selección o ponderación del método o métodos que se utilizaron para obtener la conclusión.

La CTNNMIPS agrega que, al formular un criterio sobre los pesos relativos que se acordarán para las indicaciones de valor determinados bajo cada método, o si un indicador de valor de un solo método debe dominar, el valuador debe considerar factores como los siguientes:

- La norma de valor aplicable
- El propósito y uso que se le pretende dar al avalúo;
- Si el sujeto es una sociedad operativa, un bien raíz o una sociedad holding de inversión, o una sociedad con activos excedentes o no operativos substanciales;
- Calidad y fiabilidad de los datos subyacentes a la indicación de valor;
- Otros factores que, de acuerdo al valuador, se deban considerar.

Continuando con las disposiciones de la CTNNMIPS, el valuador debe considerar por separado los siguientes factores al obtener una conclusión de valor final, siendo esto correcto para la asignación de valuación definida:

- Comerciability, o falta de ésta, considerando la naturaleza del negocio, de los derechos de propiedad del negocio o del valor, el efecto de restricciones legales y contractuales pertinentes y la condición de los mercados.
- La capacidad de los derechos valuados para controlar la operación, venta o liquidación del negocio pertinente.
- Otros factores que, de acuerdo al valuador, se deban considerar.

Como puede observarse, la CTNNMIPS acepta la posibilidad de que, en el avalúo como negocio, se presenten un número indeterminado de valores, incluso obtenido siguiendo diferentes enfoques. Sugiere la opción de que el *valor conclusivo* surja de una *ponderación matemática*, sugerencia que supone que el *inversionista* –comprador o vendedor- responderá fielmente al modelo matemático que se haya usado para hacer la ponderación, y no sujetara sus decisiones a los beneficios esperados en función de la evaluación de las posibilidades de que se presente alguna de las combinaciones de tendencias, expectativas de actuación de los gobiernos y de los agentes económicos considerados en la configuración de los escenarios macroeconómicos en la zona, ciudad, región, país o ámbito internacional de influencia.

En síntesis, *el valor del negocio*, o el *enfoque de ingresos* de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores y del Instituto de Administración y Avalúos de Bienes Nacionales, o el *valor del negocio* como lo llama la CTNNMIPS, en realidad es un *valor comercial* en un mercado de *inversionistas* por lo siguiente:

- Porque para el *inversionista comprador* implica una investigación de mercado para identificar las opciones que tiene para colocar su dinero, y su toma de decisiones no está en función de la opción que le resulte más barata, sino de la que le ofrezca el mayor valor presente de los beneficios futuros; o bien es un análisis que le permite establecer el precio máximo que puede pagar por la compra de una unidad económica o empresa para obtener un valor presente competitivo, a partir de una investigación de mercado de las tasas de descuento o de las tasas internas de retorno.
- Porque para el *inversionista vendedor* es necesaria una investigación de mercado que le permita configurar el o los perfiles de los posibles compradores de su unidad económica o empresa, los proyectos posibles de aprovechamiento para cada perfil de posible comprador y el precio máximo que podría pagar cada perfil a partir de una investigación de mercado de las tasas de descuento o de las tasas internas de retorno.

- Por último, tanto para el *inversionista comprador* como para el *vendedor*, en la formulación de sus análisis deben investigar el mercado de los bienes o servicios que pueden producirse por la empresa o por la unidad económica en venta, el mercado de los bienes de capital en el caso de que convenga una reconversión de la unidad económica, y el mercado de los insumos.

Los análisis descritos pueden ser objetivos en la medida en que obedecen a una corriente de comportamiento de un determinado perfil de *inversionista*, tanto del lado de la oferta como del lado de la demanda, pero en casos determinados el análisis se vuelve subjetivo si la posición del inversionista involucrado es de apremio –por ejemplo urgencia de comprar para desarrollar un proyecto o urgencia de vender para salir de un apuro financiero-.

Entonces el juego del conocimiento de las circunstancias de la contraparte se vuelve crítico en la toma de decisiones, lo que debe ser considerado por el valuador que actúa como consultor de una u otra de las partes. El Instituto de Administración y Avalúos de Bienes Nacionales, en respuesta a lo expuesto en el párrafo anterior, usa dos valores:

- *Valor de realización o de liquidación forzosa*, al que define como la cantidad bruta, expresada en términos monetarios, que se espera obtener por una venta pública debidamente anunciada y llevada a cabo en el mercado abierto – pudiera entenderse como una licitación o como una subasta- en la que el vendedor se ve en la obligación de vender de inmediato por mandato legal “*tal como está y donde se ubica el bien*”. Por la última frase entrecomillada en el texto original, pareciera que la definición se formuló para la venta de bienes muebles.
- *Valor de realización, o de liquidación ordenada*, definida como la cantidad bruta expresada en términos monetarios, que se espera obtener por una venta en el mercado abierto debidamente anunciada, contando con un plazo corto para encontrar comprador, donde el vendedor se ve en la necesidad de vender – queda abierta la razón- “*tal como está y donde se ubica el bien*”. Nuevamente, por esta última frase entrecomillada parece que la definición se refiere a bienes muebles.

Por su parte, la CTNNMIPS propone el *valor de mercado para venta forzada*, al que define como el valor que se obtendría bajo el supuesto de que hay restricciones de tiempo o de otro tipo para la venta del activo, que normalmente no se considerarían satisfactorias o razonables en términos del tiempo apropiado que se requeriría para la comercialización y formalización de una venta.

Según el autor del presente trabajo, para que el *valor del negocio* esté bien sustentado al aplicarse a un bien que debe ponerse a la venta en situación forzada o forzosa, o de realización ordenada, debe de incorporar al análisis los factores que se derivan de las circunstancias en que debe realizarse a la venta, con mayor razón si se apartan de la normalidad. Es decir, la definición del *valor del negocio* como concepto debe cubrir esas circunstancias.

Al igual que para el *valor comercial*, es importante que, en su dictamen, el valuador que analice el *valor del negocio* debe consignar las bases que fundamentan los resultados de su análisis, y concluir, en su carácter de consultor, no con un modelo matemático de ponderación como sugiere la CTNNMIPS, sino con la recomendación a su cliente del precio de salida y del precio límite aceptable –piso y techo para el vendedor y techo y piso para el comprador-, incorporando con toda claridad, si es el caso, las circunstancias particulares en que se encuentra el cliente –sea el comprador o el vendedor- y que pueden explicar algunos de las consideraciones incorporadas al análisis, como sucede en los casos de venta forzada o forzosa.

TERCERA PARTE

VALUACIÓN DE INTANGIBLES, NEGOCIOS Y EMPRESAS

1.- INTRODUCCIÓN.

La toma de decisiones en la administración de las empresas se basa, en gran medida, en la información que proporcionan los estados financieros, cuya formulación ha venido sufriendo modificaciones con el paso del tiempo, influidas por la evolución en las técnicas desarrolladas en las escuelas de negocios de Estados Unidos.

De pronto aparecen en México nuevas disposiciones que parecen verdaderas novedades, como es el caso de las normas NIF-B7, NIF C-7 y NIF C-8 del Consejo Mexicano para la Investigación y Desarrollo de Normas de Información Financiera, antiguo Colegio Mexicano de Contadores Públicos, ambos boletines destinados a normar la formulación de estados financieros en consonancia con las normas del International Accounting Standards Board y la International Financial Reporting Standard, normas NIF que fueron expuestas en selección sintética de su contenido en la primera parte de este trabajo..

En realidad, es posible encontrar en textos de contabilidad elaborados tiempo atrás en Estados Unidos, antecedentes que muestran el interés de incorporar los intangibles en la formulación de estados financieros de las empresas, como es el caso del libro *CONTABILIDAD: Un enfoque administrativo*²⁰, que data su edición en inglés de 1969 y su versión en español de 1972.

Los autores del libro citado expresan que lo ideal sería que las cifras mostradas en un balance general indicaran cuánto vale la empresa en el mercado de inversionistas, y para ello parten de definir el valor de una máquina como el precio que estaría dispuesto a pagar por ella un comprador, representado por el valor presente de los ingresos futuros que se espera genere; con esa lógica, lo que define el valor de la empresa es el valor presente de los ingresos que genera el conjunto de máquinas con las que opera la empresa, mas cualquier otro activo físico que contribuya al objeto –como inmuebles-, mas los activos circulantes – entre otros el efectivo y los valores financieros existentes en caja y bancos, las existencias en los almacenes de materia prima y de producto terminado, las cuentas por cobrar, etc.-, y menos los pasivos.

²⁰ GORDON MYRON J. y SHILLINGLAW GORDON. *CONTABILIDAD: Un enfoque administrativo*. Editorial Diana, S. A. México 1972.

Los autores agregaron que la repugnancia de los contadores de esa época a incluir el valor presente de los ingresos netos futuros de una empresa en los estados financieros de la misma desconcertaba a los directivos y accionistas para la toma de decisiones.

Vale la pena adelantar que la incorporación de los intangibles modificaría la forma tradicional de formular los estados financieros con base únicamente en el valor neto de reposición de los activos fijos, pero no anula la necesidad de determinar dicho valor, para dimensionar tanto los intangibles como la depreciación.

La incorporación de los intangibles permite concluir que el valor de una empresa en el mercado es el valor de capitalización de sus acciones y no el anterior valor en libros que ignora los intangibles. El valor bursátil de las acciones es su valor en un mercado en el que lo que se comercia son las acciones con expectativas de beneficios en muy corto plazo, y no lo que representan en términos de la capacidad de generar beneficios en el mediano plazo. El tradicional valor en libros refleja el pasado de la empresa hasta la fecha de cierre del ejercicio, en tanto que el valor de capitalización expresa el futuro posible de la empresa frente a escenarios económicos y estrategias de desarrollo factibles.

El valor tradicional da certidumbre, en tanto que el valor de capitalización ofrece un referente posible, pero incierto; el tradicional permite tomar decisiones menores para el corto plazo, en tanto que el segundo amplía el horizonte decisional, y con ello la toma de decisiones de mayor envergadura.

El tema es de actualidad, no solo por su relativa novedad en México, sino por el ambiente de incertidumbre que existe en el momento de redactar el presente trabajo, ante la presencia de la crisis financiera que ha derivado en una crisis económica de considerable magnitud y de duración indefinida.

2.- BASES PARA LA VALUACIÓN.

2.1.- Objetivo

El tema que se desarrolla en esta parte del trabajo se basa en la experiencia de un número reducido de valuadores en la práctica valuando negocios desde 1985, principalmente para establecer espacios de negociación en operaciones del Gobierno Federal para la venta de unidades económicas, y que en 2007 iniciaron la Especialidad de Negocios en Marcha en el Centro de Actualización Profesional e Innovación Tecnológica del Colegio de Ingenieros Civiles de México.

El objetivo del estudio que se presenta en esta parte del trabajo es proponer el procedimiento para determinar el valor de los intangibles que participan en el valor del negocio que se desarrolla en la unidad económica analizada, el sustento de su existencia y la determinación del valor de capitalización de la empresa propietaria de la unidad económica en que se desarrolla el negocio.

La determinación del valor de capitalización de la empresa permite sustentar diversas operaciones, y el método para determinarlo debe atender a ese propósito:

- Vender, intercambiar y pignorar acciones.
- Negociar fusiones, ampliaciones o divisiones de la empresa.
- Promover y consolidar alianzas estratégicas.
- Sustentar la solicitud o aprobación de créditos.
- Evaluar estrategias de desarrollo y acciones de reingeniería mediante la determinación de razones de costo/beneficio en función del incremento del valor de negocio frente a los riesgos e inversiones requeridas.

La incorporación del valor de los intangibles a los estados financieros de la empresa debe sujetarse a las normas del Consejo Mexicano para la Investigación y Desarrollo de Normas de Información Financiera (NIF –B7, C-7 Y C-8), y permitir la toma de decisiones sustentadas y su registro, objetivos que deben conciliarse, tema que será tratado en la cuarta parte del presente trabajo.

2.2.- Definiciones

Para la presentación del estudio se consideran las siguientes definiciones, que incluyen los criterios de análisis:

NEGOCIO: Es el conjunto de actividades empresariales organizadas para planear, administrar y controlar la operación de la unidad económica propiedad de la empresa, que cuenta con estructura, personal capacitado y estrategias de desarrollo definidas y actualizadas permanentemente, con el propósito de generar beneficios.

UNIDAD ECONÓMICA: Es el conjunto de activos sin personalidad jurídica donde se desarrolla el negocio, ordenados conforme a una tecnología que les permite producir bienes o prestar servicios en condiciones definidas de calidad y costo, para ser comercializados bajo el amparo de marcas registradas.

EMPRESA: Es la persona física o moral propietaria de los activos fijos y circulantes, responsable de los pasivos y obligaciones fiscales y laborales, y derecho de las eventuales utilidades que generen los negocios que administre.

PERSONA MORAL: Es una sociedad mercantil caracterizada por ser una persona distinta a los socios -a su vez personas físicas o morales-, por tanto con diferente personalidad jurídica; como persona moral debe constituirse ante notario público e inscribirse en el registro público que corresponda. Las principales características de una sociedad mercantil son las siguientes:

- a) Salvo pacto en contrario, las aportaciones de bienes al capital social se entenderán traslativas de dominio.
- b) El reparto de ganancias o pérdidas entre socios capitalistas, salvo pacto en contrario, se hará proporcionalmente a sus aportaciones. De las utilidades netas de toda sociedad, deberá separarse anualmente el cinco por ciento, como mínimo, para formar el fondo de reserva, hasta que importe la quinta parte del capital social.
- c) Si hubiere pérdida del capital social, éste deberá ser reintegrada o reducida antes de hacerse repartición o asignación de utilidades. El fondo de reserva deberá ser reconstituido de la misma manera cuando disminuya por cualquier motivo.
- d) Tampoco podrá hacerse distribución de utilidades mientras no hayan sido restituidas o absorbidas, mediante aplicación de otras partidas del patrimonio, las pérdidas sufridas en uno o varios ejercicios anteriores, o haya sido reducido el capital social.
- e) La distribución de utilidades sólo podrá hacerse después de que hayan sido debidamente aprobados los estados financieros que las arrojen por la asamblea de socios o accionistas.
- f) La representación de toda sociedad mercantil corresponderá a su administrador o administradores, quienes podrán realizar todas las operaciones inherentes al objeto de la sociedad, salvo lo que expresamente establezcan la Ley de General de Sociedades Mercantiles y el contrato social.
- g) Entre las figuras que considera la Ley General de Sociedades Mercantiles, las más usuales son las siguientes:
- h) Sociedad de responsabilidad limitada.
- i) Sociedad anónima.

SOCIEDAD ANÓNIMA: La sociedad anónima se compone exclusivamente de socios cuya obligación se limita al pago de sus acciones. Las principales características de una sociedad anónima son las siguientes:

En estatutos se puede establecer que las acciones, durante un plazo que no excede de tres años contados desde la fecha de su emisión, tengan derecho a intereses no mayores del 9% anual. En el caso, los intereses deben cargarse a gastos generales.

- a) En el contrato social puede pactarse que la transmisión de las acciones sólo se hará con autorización del consejo de administración. El consejo puede negar la autorización designando un comprador de las acciones al precio corriente en el mercado.
- b) Los accionistas tienen derecho preferente, en proporción al número de sus acciones, para suscribir las que se emitan en caso de aumento del capital social.
- c) En el caso de reducción del capital social mediante reembolso a los accionistas, la designación de las acciones que hayan de nulificarse se hará por sorteo ante notario o corredor públicos titulados.
- d) La administración de la sociedad anónima está a cargo de uno o varios mandatarios temporales y revocables, que pueden ser socios o personas extrañas a la sociedad. Cuando los administradores sean dos o más, constituyen el consejo de administración.
- e) La asamblea general de accionistas, el consejo de administración o el administrador, pueden nombrar uno o varios gerentes generales o especiales, sean o no accionistas. Los nombramientos de gerentes son revocables por el administrador o consejo de administración o por la asamblea general de accionistas.
- f) La vigilancia de la sociedad anónima está a cargo de uno o varios comisarios, temporales y revocables, quienes pueden ser socios o personas extrañas a la sociedad.
- g) Entre las facultades y obligaciones de los comisarios destaca la que les obliga a rendir anualmente a la asamblea general ordinaria de accionistas un informe respecto a la veracidad, suficiencia y razonabilidad de la información que le es presentada a la asamblea por el consejo de administración.
- h) La asamblea general de accionistas es el órgano supremo de la sociedad; puede acordar y ratificar todos los actos y operaciones de ésta y sus resoluciones deben ser cumplidas por la persona que ella misma designe o, a falta de designación, por el administrador o por el consejo de administración.

ACTIVO INTANGIBLE: A partir de tomar libremente parte de las normas NIF y añadiendo los conceptos que contribuyan a soportar el procedimiento propuesto para determinar el valor de los intangibles que participan en el valor del negocio que se desarrolla en la unidad económica analizada, se entenderá por activo intangible al activo no monetario capaz de generar beneficios o perjuicios identificados y cuantificados mediante supuestos razonables y sustentables. Ejemplos de activos intangibles son concesiones, permisos, derechos, fuerza de trabajo relacionada con capital intelectual, crédito comercial, ubicación estratégica

y posición jurídica, tecnológica y ecológica de la capacidad instalada, conocimiento del mercado, expectativas económicas para el giro de la entidad y estrategias de desarrollo compatible con ellas.

3.- LA EMPRESA.

Para configurar el perfil de la empresa y su entorno económico se propone un plan de investigación que pretende ser ilustrativo y no limitativo y menos obligatorio. Cada empresa requiere una aproximación preliminar para afinar el plan de investigación.

3.1.- Perfil de la empresa.

Los componentes mínimos que permiten configurar el perfil de la empresa son los siguientes:

- a) Líneas de negocio que opera la empresa.
- b) Expectativas de cambios en la tecnología para la producción de bienes o para la prestación de servicios por la unidad económica, que obliguen a una reingeniería de procesos administrativos, de producción y de comercialización.
- c) Expectativas en el comportamiento de la oferta competitiva, especialmente en precio, calidad, presentación, costo de producción y estrategias de comercialización de los bienes que produzca o de los servicios que preste la unidad económica, investigación que se basa en la técnica de identificación y dimensionamiento del *benchmarking*.
- d) Expectativas de cambios en el comportamiento de la demanda de los bienes que produzca o de los servicios que preste la unidad económica
- e) Expectativas de cambios en la disponibilidad de insumos requeridos por la operación de la unidad económica.
- f) Estrategias de desarrollo de la empresa para hacer frente a los riesgos y oportunidades que generan los escenarios macroeconómicos.
- g) Estructura organizacional de la empresa.
- h) Perfil curricular del personal directivo y gerencial de la empresa.
- i) Capacidad instalada, evaluada en términos de su ubicación, facilidad de transporte, posición tecnológica, estado de conservación y de su capacidad, calidad y costo de producción.
- j) Situación jurídica de la empresa y de sus activos fijos e intangibles que la requieran.
- k) Obligaciones contractuales con el personal y pasivo laboral en el caso de que la venta sea de la unidad económica y no se suspenda su operación al cambio de propietario.

- l) Pasivos ecológicos derivados de disposiciones legales o normativas incumplidas o de observaciones no atendidas de la Procuraduría de Protección al ambiente.
- m) Desempeño histórico de la empresa, incluyendo clientes y contratos.
- n) Estados financieros de por lo menos los últimos cinco años.

3.2.- ENTORNO ECONÓMICO.

Las bases para la configuración del entorno económico son los siguientes:

- a) Identificación de las variables macroeconómicas que inciden en el comportamiento de los negocios que opera la empresa.
- b) Recopilación de la información histórica del comportamiento de las variables macroeconómicas identificadas en períodos característicos del comportamiento de la economía –estabilidad, estancamiento, crecimiento acelerado y turbulencia-.
- c) Recopilación de pronósticos económicos y financieros formulados por instituciones públicas y privadas, nacionales e internacionales para las variables identificadas
- d) Legislación aplicable y políticas públicas vigentes en la fecha del avalúo y propuestas para el corto y mediano plazos, que inciden en las actividades de la unidad económica.
- e) Formulación de los escenarios que permitan *horquillar los posibles comportamientos de las variables macroeconómicas y las modificaciones posibles en la legislación aplicable y en las políticas públicas vigentes*, incluyendo uno o dos escenarios intermedios, según el marco de incertidumbre en que se formulan los escenarios,
- f) En su caso formulación del modelo que establezca los precios relativos en la estructura ingresos-egresos en pesos constantes, para los escenarios macroeconómicos configurados con la información recopilada de los períodos característicos identificados.
- g) Ponderación de las probabilidades de ocurrencia en el horizonte de análisis de escenarios macroeconómicos configurados.

4.- VALOR DEL NEGOCIO

4.1.- La liquidez en el valor del dinero.

El *precio aceptable* para que un inversionista *adquiera* un negocio existente, o el *monto de inversión aceptable* para que un inversionista *establezca* uno nuevo,

debe ser igual o menor al *valor presente* (VP) de la serie esperada de anualidades *disponibles* del negocio analizado, determinado con una *tasa de descuento* (TD) igual a la *tasa de rendimiento* (TR) esperada en un negocio alternativo posible para el inversionista. $TD = TR$.

La serie esperada de anualidades *disponibles* es la *expectativa* del rendimiento probable del negocio a partir de que éste se adquiere o de que se establece, y *no de la proyección del resultado histórico* de lo que ha rendido el negocio por adquirir o un negocio igual al que es posible establecer.

El *valor presente* de las anualidades *disponibles* (VP), *valor del negocio*, es el importe que es necesario invertir hoy para obtener un *valor futuro esperado* (VF), valor futuro que es igual a la suma del importe invertido hoy más el beneficio resultado del producto del importe invertido hoy, que es igual al importe invertido hoy multiplicado por la *tasa de rendimiento* (TR) *aceptada*, en decimales, en un solo plazo convenido para obtener el beneficio.

$$VF = VP + VP \times TR = VP \times (1 + TR)$$

En otro sentido, el *valor presente* de las anualidades disponibles es el resultado de dividir el *valor futuro esperado* de un negocio convenido en un solo plazo, entre el factor de descuento que resulta de sumar a la unidad la *tasa de rendimiento deseada*, en decimales, tomada de un negocio alternativo posible para el inversionista. Es decir, basta despejar VP de la expresión algebraica anterior:

$$VP = VF / (1 + TR)$$

Las anualidades *disponibles* del negocio pueden presentar un comportamiento no uniforme en el horizonte de análisis; en tal caso, el *valor presente* (VP) de las anualidades a una fecha dada, (VP) *del negocio* en esa fecha, es la suma de los *valores presentes* (VPn) de cada anualidad, considerando la misma tasa de descuento (TD) para ellas pero, si la tasa de descuento es anual como es común aplicar, el factor $(1 + TD)$, debe ser elevado a la potencia del año (n) que corresponda.

$$VPn = VF_n / (1 + TD)^n$$

$$VP = \text{SUMA}(VPn) = \text{SUMA}[VF_n / (1 + TD)^n]$$

En que: *n* es cada uno de los años del horizonte de análisis

VF_n es la anualidad *disponible* del año *n*.

VP_n es el valor presente de VF_n

Y el *valor presente neto* (VPN) es igual al *valor presente* de las anualidades *disponibles* (VP) menos la inversión *realizada* (IR) en la compra de un negocio existente o en el establecimiento de uno nuevo.

$$\text{VPN} = \text{VP} - \text{IR}$$

- Si el VPN es *mayor* que cero quiere decir que la *rentabilidad* del negocio por adquirir o establecer es *mayor* que la del negocio *alternativo* posible para el inversionista.
- Si el VPN es *menor* que cero quiere decir que la *rentabilidad* del negocio por adquirir o establecer es *menor* que la del negocio *alternativo* posible para el inversionista.
- Si el VPN es *igual* a cero quiere decir que la *rentabilidad* del negocio por adquirir o establecer es *igual* que la del negocio *alternativo* posible para el inversionista.

La tasa de descuento (TD) para la cual el VPN es *igual* a cero se le llama *tasa interna de retorno* (TIR), que es usada frecuentemente como referente para comparar opciones de inversión *competitivas* en negocios comparando la TIR, lo que implica calcular la TIR de cada uno de los negocios por adquirir o por establecer, y se considera que el que tiene la *mayor TIR* es el que tiene la *mayor rentabilidad*. O bien, se compara la TIR del negocio por adquirir o por establecer con la TIR generalmente aceptada por inversionistas para esos negocios, y de esas comparaciones se toma la decisión de adquirir o de establecer el negocio.

El análisis para determinar los indicadores financieros VP, VPN Y TIR se hace por anualidades para eludir variaciones estacionales en el transcurso del año y simplificar los modelos de corridas financieras.

4.2.- La inflación y las tasas de interés y de rentabilidad.

En el lenguaje de los análisis financieros se usan los términos combinados de *tasas reales con precios constantes* y *tasas nominales con precios corrientes*. El análisis de ambas combinaciones se expone a continuación:

- A las tasas nominales anuales de interés y de rentabilidad corresponden los pesos corrientes en los flujos netos anuales, y a las tasas reales de interés y de rentabilidad corresponden los pesos constantes.
- El escenario económico y financiero configurado para análisis debe considerar la estabilidad o inestabilidad en la inflación y en las tasas de interés y de rentabilidad; en un escenario de inestabilidad es prácticamente imposible configurar una tendencia en el comportamiento de las tasas de inflación, de interés y de rentabilidad nominal, incluso sostener una estructura de ingresos e

ingresos constante, en tanto que en un escenario de estabilidad es posible sostener tasas constantes de inflación, de interés y rentabilidad en el horizonte de análisis.

- De pronosticarse un escenario macroeconómico de estabilidad, mejor aún con tasas porcentuales menores o muy cercanas a un dígito, es posible realizar el análisis de los flujos a pesos corrientes proyectando con una sola tasa de inflación ingresos y egresos, y tasas de interés y de rentabilidad nominales sin márgenes de error significativos, pero el resultado del valor presente de los flujos netos, por consiguiente el valor de la unidad económica, es el mismo a si el análisis se hace con pesos constantes y tasas reales.
- En tanto que, en escenarios macroeconómicos probables de inestabilidad, resulta obligado hacer el análisis de los flujos en pesos constantes y tasas reales, y se hace necesario incluir pronósticos de las inflaciones particulares de las componentes de ingresos y egresos, según los escenarios macroeconómicos configurados, para determinar los precios relativos y las correspondientes modificaciones en las estructuras de ingresos y egresos a pesos constantes.
- En escenarios de inestabilidad es equivocada la práctica muy común de calcular la tasa real de interés restando a la tasa nominal la tasa de inflación, práctica que da resultados muy aproximados cuando son menores de dos dígitos las tasas de inflación. La fórmula que permite determinar las tasas reales de interés y de rentabilidad a partir de conocer las tasas nominales correspondientes y las de inflación es la siguiente:

$$T_{real} = \{-1 + [1 + (T_{nominal}/100)] / [1 + (I_n/100)]\} \times 100$$

En que:

T_{real} = es la *tasa real de interés o de rentabilidad* en por ciento

$T_{nominal}$ = es la *tasa nominal de interés o de rentabilidad* en por ciento

I_n = es la *tasa de inflación* en por ciento

4.3.- El riesgo y las tasas de rentabilidad.

Un proyecto de estrategia de desarrollo para un negocio determinado se formula a partir de componentes susceptibles de ser controladas por el administrador del negocio –ubicación, tamaño, calidad, estilo, estrategias de financiamiento y de comercialización, etc.- atendiendo a escenarios macroeconómicos posibles, que están fuera de su control.

Los escenarios macroeconómicos posibles se configuran, como ya se dijo en el apartado 3.2 de esta parte, con la selección de variables macroeconómicas vinculadas al negocio analizado, fuera del control del administrador del negocio, pronosticando sus comportamientos previsibles ante ciclos económicos, fenómenos políticos y sociales, nuevas tecnologías, cambios en la normatividad y nuevos fenómenos económicos.

La configuración de los escenarios contiene elementos de incertidumbre, en mayor medida si el horizonte de análisis se inicia en fechas cercanas a fenómenos críticos –un cambio de administración pública, por ejemplo- o si el horizonte de análisis es demasiado prolongado.

La incertidumbre se traduce en riesgos que pueden ser identificados, medida su posibilidad de ocurrencia y las consecuencias de ella, y diseñados los mecanismos de prevención y de escape con los menores daños posibles.

Tratándose de instrumentos de inversión financiera, lo usual es que los riesgos se incorporen, o bien a la tasa de interés tratándose del otorgamiento de créditos, o bien a la tasa de rentabilidad para portafolios de inversión financiera.

El caso más conocido es el de la tasa de interés activo de los bancos –el interés que se cobra por préstamos quirografarios, refaccionarios, hipotecarios, al consumo, etc.- que se determina a partir del promedio ponderado de la tasa de rendimiento que el banco paga a los ahorradores, más un spread, que incluye gastos de administración, utilidad y margen para cubrir riesgos de morosidad y franco impago de los acreditados.

Para portafolios de inversión financiera –mezclas de acciones, bonos, pagarés, obligaciones quirografarias, etc.- la tasa real aceptable de rentabilidad –la ganancia que se espera obtener de la compra de participaciones en portafolios de inversión financiera- se construye a partir de una tasa real base de bajo riesgo y liquidez media, a la cual se le suman puntos porcentuales para cubrir los riesgos advertidos por el comprador en escenarios del país, del mercado de valores, del propio instrumento de inversión, etc.

Para la tasa de rentabilidad esperada en los negocios existen dos opciones:

- Construir la tasa de rentabilidad aceptable en forma semejante a las usuales en portafolios de inversión financiera: partir de una tasa base de opciones de inversión de bajo riesgo y liquidez media, y sumarle puntos porcentuales por los riesgos advertidos en el negocio y en sus expectativas por fenómenos macroeconómicos percibidos como posibles, lo que implica que solo se

formulará una sola corrida financiera con el escenario macroeconómico al que se le asigne la mayor probabilidad de ocurrencia.

- Asumir la tasa de rentabilidad generalmente aceptada por los inversionistas en cada tipo de negocio, e incorporar en varias corridas financieras los riesgos de cada proyecto de estrategia de desarrollo del negocio y de los escenarios macroeconómicos percibidos como posibles, una corrida para cada combinación de proyecto de estrategia/escenario.

4.4.- El financiamiento del desarrollo del negocio.

El financiamiento de la estrategia de desarrollo un negocio puede sustentarse en capital de riesgo y en crédito.

Capital de riesgo

Una empresa opera uno o varios negocios que necesitan ser asumidos en sus riesgos y generar beneficios a quien los asume, para lo cual debe existir una persona jurídica que lo represente, responda a las obligaciones que resulten y pueda percibir los beneficios que genere.

Las personas jurídicas son:

- Persona física con actividades empresariales.
- Persona moral: sociedad mercantil con fines de lucro –sociedad anónima o sociedad de responsabilidad limitada- integrada por dos o más socios, que pueden ser personas físicas o morales.

La estrategia de desarrollo de un negocio puede ser total o parcialmente financiado por el capital que aporte una persona física con actividades empresariales o los socios de la sociedad mercantil.

El capital puede ser aportado en efectivo o en especie. La aportación en especie disminuye el esfuerzo financiero –evitar el retiro de dinero de otros negocios para canalizarlo al desarrollo inmobiliario-; la aportación en especie puede ser con inmuebles, maquinaria y equipo, tecnología, insumos, comercialización, uso demarcas, concesiones, etc.

Crédito

El crédito es la cantidad de dinero en moneda nacional o extranjera que una persona física o moral entrega a otra persona física o moral en calidad de préstamo para un propósito no necesariamente definido por las partes, bajo condiciones precisas y documentadas de plazos y forma de pago, de intereses normales y moratorios, así como del otorgamiento de garantías de cumplimiento.

Obligaciones y títulos de crédito.

Son materia de la Ley del Mercado de Valores las *acciones, obligaciones y títulos de crédito* que se emitan en serie o en masa y sean materia de *oferta pública*. Se considera *oferta pública* la que se hace por un medio de comunicación masiva o persona indeterminada para suscribir, enajenar o adquirir *acciones, obligaciones o títulos de crédito*.

La Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV) podrá establecer las características de la emisión de los valores y documentos citados en el párrafo anterior, a fin de dar certidumbre a los adquirentes sobre sus derechos y obligaciones.

Ingeniería financiera

La ingeniería financiera es una componente del estudio de factibilidad del desarrollo inmobiliario que pretende:

- A partir del importe de inversión requerido para la estrategia de desarrollo del negocio, identificar las fuentes de financiamiento posibles, en efectivo y en especie.
- El diseño de las mezclas aceptables de las fuentes de financiamiento, atendiendo en primera instancia a que acudir a diversas fuentes no solo implica compartir riesgos, sino también beneficios y, eventualmente, responsabilidades y facultades.
- La evaluación de cada mezcla de fuentes de financiamiento en términos de rentabilidad, riesgos y responsabilidades y facultades compartidas, para identificar la mezcla que ofrezca la mejor relación de costo/beneficio.

5.- CORRIDAS FINANCIERAS.

5.1.- Horizonte de análisis.

El horizonte de análisis es el tiempo, generalmente expresado en un determinado número de años, suficiente para dar espacio al pronóstico del comportamiento de ingresos y egresos de los negocios que opera la empresa, pero acotado para mantener un margen de confianza razonable para el pronóstico.

El horizonte de análisis generalmente es de 10 años, con excepción de las unidades económicas que tienen acotada su vida útil, generalmente por operar en términos de concesiones o contratos de arrendamiento con plazos determinados, vencidos los cuales las inversiones realizadas en el inmueble objeto de un título de concesión o contrato de arrendamiento las inversiones fijas pasan a poder del propietario del inmueble concesionado o arrendado.

Las razones por las que el horizonte de análisis acostumbrado es de 10 años son las siguientes:

- La vida útil de las condiciones de la empresa citadas en el apartado 3.1 de esta parte del trabajo no sobreviven a un horizonte mayor de 10 años sin sufrir cambios significativos.
- La incertidumbre implícita en la configuración de escenarios macroeconómicos, pero representativa en términos gruesos si está bien sustentada, se vuelve insostenible a más de 10 años.
- El factor de descuento, que responde a la fórmula del interés compuesto $(1 + TD)^n$, y que entra como divisor del flujo neto de cada año, crece rápidamente, por lo que el valor presente del flujo neto de cada año tiende a disminuir conforme pasan los años, hasta volverse poco significativo en la determinación del VP, VPN y TIR del negocio.

5.2.- Flujo de efectivo vs utilidad.

Las anualidades o rendimientos anuales usados para determinar el VP, el VPN y la TIR son los *saldos financieros netos* del negocio a fin de año y *no las utilidades* del ejercicio. Las diferencias entre saldos y utilidades son las siguientes, al margen de disposiciones fiscales:

- Los saldos financieros consideran solo movimiento de efectivo; incluyen entradas y salidas de efectivo – sin importar su origen- y no incluyen las depreciaciones de activos.
- Las utilidades resultan de deducir costos –estén o no pagados- de ingresos facturados –estén o no cobrados-; los costos son los financieros –solo intereses y no amortizaciones de créditos-, los de producción –incluida la depreciación de activos-, de comercialización y de administración.

La razón por la que la determinación del VP, del VPN y de la TIR es con base en *saldos financieros netos* del negocio al final del año y *no en utilidades* del ejercicio, es porque los *saldos financieros netos* reflejan la *liquidez del negocio*, y la *liquidez del negocio* es lo que permite al inversionista actuar con los *saldos financieros netos* en el aprovechamiento de oportunidades como:

- Reinvertir los *saldos financieros netos* en el mismo negocio para ampliarlo o modernizarlo, para mejorar su estructura de ingresos y egresos, o para adelantar el pago de pasivos y con ello reducir costos financieros.
- Invertir los *saldos financieros netos* en adquirir o establecer otro negocio.
- Distribuir dividendos entre los socios si existen *utilidades* por repartir.

Las *utilidades* no implican *disponibilidad de efectivo*. Puede haber *utilidades sin liquidez* y puede haber *liquidez sin utilidades*. Así, la *fortaleza financiera* de la empresa propietaria de la unidad económica tiene dos perspectivas:

- La capacidad de responder a las obligaciones contraídas –pasivos-, que depende de la comparación entre el saldo financiero neto disponible antes de impuestos y de intereses y amortizaciones de crédito, y el importe de los intereses y amortizaciones –el EBITDA, neologismo formado con las iniciales en inglés de los conceptos citados-. La tendencia en la cobertura del riesgo crediticio es que sea como mínimo de 1.5 la siguiente razón:

$$\frac{\text{[saldo financiero disponible antes de amortizaciones, intereses e impuestos]}}{\text{[importe de las amortizaciones e intereses]}}$$

- La capacidad, mediante la *liquidación de activos fijos*, de responder a las obligaciones contraídas en situación de crisis derivada de *falta de liquidez* del negocio.

Para la segunda circunstancia, cabe reiterar el comentario expresado en el capítulo 1 de la segunda parte de este trabajo según el cual, en general, el ingreso que podría obtenerse de la venta individual en el mercado de cada uno los activos fijos no corresponde el valor neto de reposición de ellos, determinado deduciendo al valor de reposición nuevo de cada activo fijo, obtenido mediante investigación de mercado considerado como indivisible, el efecto de la depreciación producto de la vida útil consumida, de su estado de conservación y de su obsolescencia económica.

En cambio, si el valor de los activos fijos se determina mediante la determinación del valor presente de los beneficios futuros que podrían generar para un eventual comprador, bien sea cada activo fijo por separado considerado como unidad indivisible, o bien de la unidad económica integrada, y esa valuación se formula anualmente, es muy posible que el ingreso esperado de su venta podría corresponder sensiblemente a su registro contable.

5.3.- Ingresos.

Los ingresos son las cantidades de efectivo o en especie que se espera reciba la empresa en el horizonte de análisis por aportaciones de capital, ministraciones de crédito, anticipos y ventas o arrendamientos de bienes y servicios, independientemente de si se han entregado los bienes o se han prestado los servicios.

En el caso de aportaciones de capital en especie, en el análisis del flujo se incluye su valor como ingreso en efectivo, ya que la aportación en especie es equiparable a una compraventa en la que el socio vende el activo y la empresa le paga con acciones, pago que se incluye en el egreso.

Los pronósticos de ingresos que deberán incorporarse a las corridas financieras corresponden a cada combinación de escenario macroeconómico y proyecto de estrategia de desarrollo configurados, y se generan con las siguientes componentes:

- Aportaciones de capital de riesgo por parte de los socios, ministraciones de créditos o recursos obtenidos mediante colocación de deuda para financiar las inversiones para ampliaciones, reingenierías y reposición de maquinaria y equipo de la capacidad instalada.
- Ventas de activos fijos obsoletos resultantes de reingenierías y reposiciones de maquinaria y equipo de la capacidad instalada.
- Ingresos resultantes de la venta bienes y servicios que produce o presta la unidad económica de acuerdo con los precios y la demanda pronosticados.
- Valor de rescate en el último año del horizonte de análisis.

La unidad económica no muere al terminar el horizonte de análisis, salvo los casos de concesiones de bienes del dominio público, por lo que se hace necesario reflejar con una aproximación confiable el efecto del resto de la vida útil de la unidad económica en el valor de rescate.

El valor de rescate es el valor representativo del valor presente de los beneficios futuros de un segundo horizonte consecutivo de análisis de las líneas de negocio que opera la empresa analizada. Esta definición es compatible con el concepto de valor residual de un activo establecido en la norma NIF C-8 como el monto recuperable, utilizando los precios existentes en la fecha de la estimación por la venta de un activo similar que haya alcanzado el término de su vida útil y operado en condiciones similares al analizado. Agrega la norma que el valor residual debe revisarse anualmente.

Para determinar el valor de rescate de la unidad económica puede recurrirse a la recomendación contenida en la norma de información financiera NIF C-8, que textualmente señala que *es aceptable la aplicación de múltiplos a la rentabilidad del activo que reflejen las transacciones usuales en el mercado, la cuantificación de costos evitados y el uso del valor presente de los flujos futuros netos, método este último conocido como enfoque de ingreso.*

Dependiendo del tipo de actividad que se desarrolla en la unidad económica, los múltiplos acostumbrados para determinar el precio de unidades económicas

oscilan entre 4.0 y 7.0, aplicables al flujo neto del último año del horizonte de análisis, determinado antes de impuestos y del servicio del crédito, concepto conocido por el neologismo EBIDTA.

La variación citada para los múltiplos es amplia; sin embargo, en la selección de los múltiplos citados debe reconocerse que, al ser grande el factor de descuento del último año, conforme a la expresión $(1+TD)^n$, la falta de precisión en el valor de rescate pierde importancia al ser dividido entre ese factor de descuento.

5.4.- Egresos.

Los egresos son las cantidades de efectivo o en especie que se espera entregue la empresa en el horizonte de análisis por aportaciones de capital en otras empresas, amortización de créditos, pago de intereses, anticipos y compras o arrendamientos de bienes y servicios, independientemente de si se han recibido los bienes o se han prestado los servicios.

Los pronósticos de egresos que deberán incorporarse a las corridas financieras corresponden a cada combinación de escenario macroeconómico y proyecto de estrategia de desarrollo configurados, y se generan principalmente con las siguientes componentes:

- Inversiones en ampliaciones, reingenierías y reposición de maquinaria, mobiliario y equipo de la capacidad instalada.
- Egresos resultantes de la producción, distribución y comercialización de bienes o de la prestación de servicios de acuerdo con los precios y la demanda pronosticados.
- Egresos resultantes de la administración de la unidad económica.
- Amortización del capital ministrado y pago de los intereses del crédito o de los recursos obtenidos mediante la colocación de deuda.
- En su caso, el pago de intereses no mayores al 9% anual a los accionistas durante un plazo que no exceda de tres años contados desde la fecha de su emisión, si así lo establecen los estatutos de la sociedad mercantil, en los términos de la Ley General de Sociedades Mercantiles. Cabe señalar que la ley citada no precisa si la tasa del 9% anual es real o nominal.
- Los egresos no incluyen el pago de dividendos de utilidades de accionistas.

5.5.- Flujo neto.

El flujo neto se determina a partir de la formulación de los pronósticos de ingresos y egresos anuales de efectivo –lo que implica que no se incluye la depreciación de activo fijo ni la amortización de los activos intangibles- para las líneas de negocio que opera la empresa analizada, conforme a proyectos de estrategia de desarrollo

en un horizonte de análisis y en escenarios macroeconómicos configurados. Esta definición de flujo neto es la usada por el International Valuation Standards Committee, citado en el apartado 4.1 de la segunda parte de este trabajo.

Si en las corridas financieras se incorporan los ingresos y egresos con las componentes que se describen en los dos apartados anteriores, no existirán flujos netos negativos, porque las aportaciones de capital de riesgo de los socios y las ministraciones de crédito equilibrarán en cero el flujo neto cuando los egresos de operación exceden a los ingresos por ventas de bienes y servicios y de activos fijos obsoletos resultantes de reingenierías y reposiciones de maquinaria y equipo de la capacidad instalada.

Un tema a discutir es el costo de capital de las aportaciones de los socios, entendido el costo de capital como el costo de oportunidad que resulta de retirar ese capital de otra fuente de beneficios, dado que es un costo virtual para la empresa que no genera flujo de efectivo.

Una posible solución es incorporar el costo de capital a la tasa de descuento, y otra que ese costo puede considerarse compensado con el pago de intereses durante tres años contados desde la fecha de la emisión de las acciones que amparan las aportaciones de los socios.

Los ingresos, egresos y tasa de rentabilidad no incluyen el impuesto al valor agregado y, generalmente, se hacen antes del impuesto sobre la renta, del impuesto al activo, del impuesto empresarial a tasa única y de la participación a los trabajadores de las utilidades, con la intención de reducir el margen de incertidumbre atendiendo a que las disposiciones legales en la materia están sujetas a modificaciones posibles en el horizonte de análisis.

5.6.- Valor presente de los beneficios futuros.

El valor presente de los beneficios futuros viene a ser el valor del negocio que se opera en la unidad económica de la empresa que se analiza. El valor presente de los beneficios futuros es la suma de los saldos descontados del flujo de efectivo configurado para las líneas de negocio de la empresa en escenarios macroeconómicos posibles, aplicando una tasa de descuento compatible con el perfil de los negocios que opera la empresa.

El valor presente se determina con base en flujos expresados en pesos constantes y antes de impuestos incluyendo, en su caso, el modelo que configure en el tiempo la estructura de ingresos/egresos incorporando a los precios relativos.

6.- VALOR DE LA EMPRESA.

Con base en la información contenida sobre el activo circulante y los pasivos en los estados financieros auditados de la empresa a una fecha determinada, el valor de capitalización de la empresa propietaria de la, o las unidades económicas donde se realizan los negocios cuyo valor se obtuvo conforme se señaló en el capítulo anterior, es la suma del valor presente de los beneficios futuros de los negocios que opera la empresa, determinado por el valor capitalizado de su ingreso neto, más el importe de activo circulante y menos el importe del pasivo total, con el siguiente esquema aplicado a cada una de las combinaciones de escenarios macroeconómicos y estrategias de desarrollo configurado.

Sin embargo, aquí cabe reiterar lo señalado en el capítulo 1 de la parte 2 de este trabajo, que la norma NIF C-8 establece que los activos netos adquiridos se expresan por el monto neto de activos tangibles e intangibles adquiridos y pasivos asumidos del negocio adquirido, lo cual plantea la necesidad de precisar si esa disposición obliga a cambiar la forma acostumbrada de valuar los activos fijos para estados financieros.

[Valor de capitalización de la empresa]

es igual a

[Valor presente de los ingresos netos futuros que genera la unidad económica propiedad de la empresa]

más

[activo circulante]

menos

[pasivos]

De acuerdo con lo expresado en el apartado 4.2 de la segunda parte de este trabajo, el propósito de determinar el valor de capitalización de una empresa es el de establecer las bases de negociación para la venta total o parcial de la empresa, para la fusión o alianza estratégica con otra empresa, para la obtención o autorización de créditos y para la adjudicación o aceptación en pago en caso de cartera vencida.

Las principales bases para la toma de decisiones en la negociación para la empresa compradora, fusionante, aliada o institución de crédito son las siguientes:

- El valor de capitalización de la empresa analizada con capacidad de generar beneficios en el corto plazo, las inversiones requeridas para la estrategia de desarrollo elegida y el riesgo de asumir pasivos reales, contingentes y ocultos, frente a la inversión requerida para establecer una nueva capaz de producir los mismos bienes o servicios que la existente, aunque en el mediano plazo, pero sin el riesgo de los pasivos.
- El valor de capitalización de la empresa analizada con su perfil de beneficios futuros, inversiones requeridas y pasivos reales, contingentes y ocultos, frente a otra empresa en venta con información comparable.
- La disponibilidad del dinero necesario para comprar o las modalidades de pago o de ministrar el crédito o de colocar deuda.

La perspectiva de la empresa vendedora, fusionada, aliada o solicitante de crédito las bases son las siguientes:

- El importe necesario para comprar otra empresa existente, para establecer una nueva, para cubrir un pasivo crítico, o para cualquier otro proyecto.
- La competencia que representa otra empresa en venta.
- La urgencia de vender.

Lo expuesto implica que existen dos partes, y que cada una de ellas puede solicitar el avalúo de la empresa analizada en forma independiente, como ya ha sucedido, y que los valuadores de las partes deben enfrentarse a defender sus análisis frente a ellas y, eventualmente, establecer bases de conciliación.

Es decir, el avalúo, o los avalúos, forman parte de la negociación entre las partes, la que puede introducir modificaciones importantes en los soportes del trabajo valuatorio, por tanto los avalúos no son documentos intocables.

7.- IDENTIFICACIÓN DE LOS INTANGIBLES.

7.1.- Primera aproximación de intangibles.

El apartado 3.1 de esta parte propone un plan de investigación para configurar el perfil de la empresa y su entorno económico, que incluye a la mayoría de los intangibles que dan valor al negocio de su propiedad.

El plan de investigación propuesto pretende ser ilustrativo y no limitativo, y menos obligatorio, características aplicables a la relación de intangibles que se enlistan a continuación, reconociendo que cada empresa requiere concluir los trabajos de investigación para identificar y valorar individualmente a los intangibles.

Para facilitar la determinación del valor de los intangibles, se propone agruparlos en *intangibles marco* atendiendo a lo siguiente:

- A su relación causa-efecto en los beneficios o perjuicios que generan, con la intención de facilitar el análisis e incorporar sus interrelaciones.
- A que, de acuerdo con la norma NIF C-8, *los beneficios económicos futuros atribuibles a los activos intangibles se determinan usando supuestos razonables y sustentables que representen la mejor administración del conjunto de condiciones económicas que existirán durante su vida útil.*
- A que los supuestos en que se basan las condiciones económicas durante la vida útil de la empresa, por más razonables y sustentables que sean, tienen un margen de incertidumbre.

7.1.- El contexto económico.

Del contexto económico, como intangible marco, dependen significativamente los siguientes intangibles:

- Expectativas de cambios en la tecnología para la producción de bienes o para la prestación de servicios por la unidad económica
- Expectativas en el comportamiento de la oferta competitiva, especialmente en precio, calidad, presentación, costo de producción y estrategias de comercialización de los bienes que produzca o de los servicios que preste la unidad económica, investigación que se basa en la técnica de identificación del *benchmarking*.
- Expectativas de cambios en el comportamiento de la demanda de los bienes que produzca o de los servicios que preste la unidad económica.
- Expectativas de cambios en la disponibilidad de insumos requeridos por la operación de la unidad económica.

A su vez el contexto económico se desprende de los escenarios macroeconómicos configurados como se describe en el apartado 3.2 de esta parte del trabajo; los escenarios macroeconómicos se configuran, ya se dijo en el apartado recién citado, con el propósito de *horquillar los posibles comportamientos de las variables macroeconómicas y las modificaciones posibles en la legislación aplicable y en las políticas públicas vigentes*, reconociendo con ello que el comportamiento de las variables macroeconómicas, de la legislación y de las políticas públicas está fuera del control de la empresa.

Por otro lado, evidentemente el comportamiento de las variables macroeconómicas, de la legislación y de las políticas públicas abre o cierra oportunidades, anula o genera riesgos para el comportamiento de los negocios; en suma, puede aumentar o disminuir el valor de un negocio y el valor de

capitalización de la empresa propietaria del mismo y, por ende, de su capacidad de negociación ante potenciales compradores, fusionantes, candidatos a alianzas estratégicas e instituciones de crédito.

El contexto económico es así un activo intangible en tanto que es un activo no monetario, capaz de generar beneficios o perjuicios identificados y cuantificados mediante supuestos razonables y sustentables por medio de los análisis descritos a lo largo de esta tercera parte, aun cuando no sea controlable por la empresa, no admita registros de operaciones de compra y deterioro, no pueda separarse del negocio y por tanto no pueda venderse.

Incluso considerar al contexto económico como activo intangible, aún cuando no sea controlable por la empresa, es compatible con la norma NIF B-7, que considera que la determinación del valor razonable debe considerar provisiones que se basen en la probabilidad de ocurrencia de hechos futuros que generen erogaciones al adquirente, y esa probabilidad está fuera del control de la entidad.

7.2.- Administración de la empresa frente al entorno económico.

Si el contexto económico es capaz de generar beneficios y perjuicios en tanto que abre o cierra oportunidades y anula o genera riesgos, de la administración de la empresa depende obtener los mayores beneficios o aminorar los perjuicios; esta capacidad se expresa en sus estrategias de desarrollo, cuyo diseño y ejecución corresponde a su personal directivo.

Así, la administración de la empresa frente al entorno económico es un activo intangible en tanto que es un activo no monetario, capaz de generar beneficios o perjuicios identificados y cuantificados mediante supuestos razonables y sustentables por medio de los análisis descritos a lo largo de esta tercera parte, pero este activo si es controlable por la empresa, admite registros de operaciones de compra, puede separarse del negocio y por tanto puede metafóricamente venderse.

Dentro de este activo intangible marco se agrupan los siguientes intangibles:

- Estrategias de desarrollo de la empresa para hacer frente a los riesgos, amenazas y oportunidades que generan los escenarios macroeconómicos.
- Perfil curricular del personal directivo y gerencial de la empresa.
- Estructura organizacional de la empresa.
- Capacidad instalada, evaluada en términos de su ubicación, facilidad de transporte, posición tecnológica, estado de conservación y de su capacidad, calidad y costo de producción.

- Situación jurídica de la empresa y de sus activos fijos e intangibles que la requieran.
- Obligaciones contractuales con el personal y pasivo en el caso de que la venta sea de la unidad económica y no se suspenda su operación al cambio de propietario.
- Pasivos ecológicos derivados de disposiciones legales o normativas incumplidas o de observaciones no atendidas de la Procuraduría de Protección al ambiente.

7.3.- Crédito comercial.

La norma NIF C-8 usa el término de crédito mercantil en lugar de crédito comercial, diferencia irrelevante porque lo importante es la diferencia en los conceptos, tema que se expone en la cuarta parte de este trabajo.

El crédito comercial, como intangible marco, se propone que incluya los siguientes intangibles:

- Desempeño histórico de la empresa, incluyendo clientes y contratos.
- Estados financieros de por lo menos los últimos cinco años.

El desempeño histórico de la empresa permite demostrar lo siguiente.

- El reconocimiento de sus clientes a la capacidad de su administración para realizar en calidad, oportunidad y precio la producción y comercialización de bienes o la prestación de servicios.
- La confianza de sus clientes en la capacidad de su administración para aprovechar las oportunidades y enfrentar los riesgos del contexto económico esperado, manteniendo, e incluso mejorando, la calidad, oportunidad y precio en la producción de bienes o la prestación de servicios.

Los estados financieros muestran la solidez y liquidez de la empresa, y le permiten negociar con fortaleza con compradores y fusionantes parciales o totales de su unidad económica o de sus acciones, ante aspirantes de alianzas estratégicas y con las instituciones de crédito.

Así, el crédito comercial de la empresa frente al entorno económico es, también como la administración de la empresa, un activo intangible, con igual sustento y características, capaz de generar beneficios o perjuicios identificados y cuantificados mediante supuestos razonables y sustentables por medio de los análisis descritos a lo largo de esta tercera parte.

8.- VALOR DE LOS INTANGIBLES.

8.1.- Bases para la valuación de los intangibles.

Para establecer las bases que permitan determinar el valor de los intangibles se propone el siguiente razonamiento:

- La norma NIF C-8 define a los intangibles como activos no monetarios, identificables, sin sustancia física, que generan beneficios económicos futuros.
- Por ende, el valor de los intangibles forma parte del valor del negocio, sumable al valor de los activos fijo que se reflejan en el valor del negocio.
- Por tanto el valor del negocio es la suma de los valores del activo fijo y de los intangibles.
- Por consiguiente el valor de todos los intangibles es igual al valor del negocio menos el valor de los activos fijos.

Concepto
+ Valor presente del negocio
+ Activo circulante
- Pasivo
= Valor de capitalización de las acciones
+ Valor de los activos fijos
+ Valor de intangibles
= Valor del negocio

Naturalmente que si el valor del negocio es menor al valor de los activos fijos, el valor de los intangibles resulta negativo, situación que se está presentando en un número considerable de empresas en la fecha en que se formula el presente trabajo (julio de 2009), debido a la crisis financiera global con impacto muy fuerte en la economía real.

El procedimiento para determinar el valor del negocio se describió en los capítulos anteriores de esta tercera parte de este trabajo. El problema es la representatividad del valor de los activos fijos consignados en los estados financieros de la empresa, considerando lo siguiente:

- La práctica tradicional de los valuadores para determinar el valor de los activos fijos para la reexpresión de estados financieros es el ya citado en el capítulo 1 de la segunda parte de este trabajo, que consiste en la determinación del valor neto de reposición de cada activo fijo considerado como indivisible.
- Según la norma NIF B-7, el valor de inmuebles, maquinaria y equipo es el valor de reposición de una capacidad de producción o servicios similar, sin que excedan del valor de recuperación de los mismos a través de la generación de flujos futuros.

Así, el valor de los activos fijos usualmente determinado por los valuadores para la reexpresión de los estados financieros parece coincidir con la primera parte de la norma NIF B-7, pero difiere de la segunda parte porque en ésta le pone un límite al valor de reposición en función de la capacidad (¿individual?) de generar beneficios, supuesto que parece justificarse.

Ante la práctica tradicional de los valuadores y lo relativamente reciente de la aparición de la norma NIF B-7 (2005), es de aceptarse que el valor de los activos fijos registrado en el estado de posición financiera de la empresa propietaria del negocio valuado corresponde a la práctica tradicional de los valuadores.

8.2.- Valuación de intangibles

A continuación, para apoyar la exposición del método para valuar los intangibles, se presentan los resultados de la valuación de las acciones de una empresa de mediana dimensión para su colocación en un fondo de inversión radicado en Estados Unidos, realizada bajo la dirección del autor del presente trabajo conforme a las bases expuestas, y entregado el informe en septiembre de 2008.

Cuando se inició este trabajo, ya se percibían los efectos en la economía real en el mundo de la crisis financiera generada en países desarrollados. A pesar de las declaraciones del Gobierno Federal que *pronosticaban para México un catarrito frente a la pulmonía en Estados Unidos*, se formularon los escenarios macroeconómicos incluyendo el escenario pesimista, y con base en las mismas declaraciones se formuló el escenario optimista y uno medio, que se consideró en el momento como el de más probable ocurrencia.

A partir de los escenarios se obtuvieron ingresos pronosticados y valores del negocio, del total de los intangibles y de capitalización de las acciones con base en los estados financieros auditados a diciembre de 2007, cuando el pronóstico de ingresos en 2008 era ya prácticamente un hecho consumado. A continuación se presentan los resultados con índices, dada la confidencialidad del informe, considerando pesos constantes y tasa de descuento real, iniciando con el pronóstico de ingresos se presente en el siguiente cuadro, sin incluir el valor de rescate:

ESCENARIO	AÑOS										
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2026	2017	2018
OPTIMISTA	100	99	104	111	122	104	114	135	157	181	201
MEDIO	100	67	71	90	102	83	97	105	112	125	140
PESIMISTA	100	40	58	82	89	73	84	92	96	106	106

Para la empresa analizada, el saldo entre el activo circulante y el pasivo total representaba, a diciembre de 2007, el 17% de los ingresos esperados para 2008; es decir, la empresa disponía de un importante activo circulante que le ayudó a sostener los ingresos en 2008, y que explica en parte la fuerte caída de los ingresos en 2009, pronosticada en los escenarios medio y pesimista ante la crisis económica y financiera que se veía venir.

A la fecha de escribir el presenta trabajo, julio de 2009, ha podido comprobarse que la realidad para 2009 corresponde al escenario pesimista.

En el siguiente cuadro se muestran los índices en las variaciones de los valores indicativos de la empresa con respecto al escenario optimista, que reflejan un gran paralelismo entre ellos.

CONCEPTO	VALOR DEL NEGOCIO	VALOR DE ACTIVO FIJO	VALOR TOTAL DE INTANGIBLES	VALOR DE CAPITALIZACIÓN DE ACCIONES
OPTIMISTA	100	100	100	100
MEDIO	70	100	60	70
PESIMISTA	55	100	41	56

Con excepción del valor de los activos fijos, probablemente valuados conforme al método del valor neto de reposición, y que por ello no cambian en los escenarios, los valores son sensiblemente mayores en el escenario optimista y menores en el pesimista, logrando el propósito de *horquillar* el comportamiento esperado de la empresa.

Es decir, en el momento de formular el estudio se consideró que no podía presentarse un escenario mejor que el optimista ni peor que el pesimista, con una relación cercana al 2 a 1 en los valores de esos escenarios.

En el siguiente cuadro se muestra la participación del total de los intangibles en los valores representativos de la empresa, participación que, como era de esperarse, es sensiblemente mayor en el escenario optimista que en el pesimista, en una proporción de entre 1.4 a 1 y 1.6 a 1.

ESCENARIO	EN RELACIÓN CON	PARTICIPACIÓN
OPTIMISTA	Valor del negocio	75%
	Valor de capitalización	58%
MEDIO	Valor del negocio	65%
	Valor de capitalización	45%
PESIMISTA	Valor del negocio	56%
	Valor de capitalización	36%

Los resultados del ejercicio de ponderación de la participación de los intangibles marco con relación a los valores se muestran en el siguiente cuadro:

ESCENARIO	EN RELACIÓN CON	CONTEXTO ECONÓMICO	ADMINISTRACIÓN	CRÉDITO COMERCIAL
OPTIMISTA	Total de intangibles	30%	50%	20%
	Valor del negocio	23%	31%	15%
	Valor de capitalización	17%	29%	11%
MEDIO	Total de intangibles	20%	55%	25%
	Valor del negocio	13%	31%	16%
	Valor de capitalización	9%	22%	11%
PESIMISTA	Total de intangibles	10%	70%	20%
	Valor del negocio	5%	45%	11%
	Valor de capitalización	4%	29%	7%

Del comportamiento de los valores pueden desprenderse orientaciones para sustentar la participación propuesta del valor de los intangibles marco en el total de los intangibles, en el valor del negocio y en el valor de capitalización de la empresa:

- Es claro que, en las circunstancias actuales, y con base en las propuestas para la valuación de negocios contenidas en esta tercera parte, el contexto económico tiene una significativa participación en los tres escenarios, positivo en el escenario optimista, y cercano a lo negativo en el escenario pesimista.
- Así, aún cuando está fuera del control de la empresa y, mejor aún, precisamente por eso, no es posible ignorarlo como sugiere la norma NIF C-8, aun cuando por otro lado agrega que los activos intangibles se determinan usando supuestos razonables y sustentables que representen la mejor administración del conjunto de condiciones económicas que existirán durante su vida útil, condiciones económicas que configuran el contexto económico.

- Sin embargo, el intangible marco que configura el perfil de la administración de la empresa es el más relevante en los tres escenarios, ya que se requiere de toda la capacidad intelectual, de toda la energía y de todo el esfuerzo para aprovechar las oportunidades que ofrece el escenario optimista, y atenuar los riesgos previstos en el escenario pesimista.
- El tercer intangible marco, el crédito comercial, es igualmente importante en los tres escenarios, pero significativamente menor, participación que podría ser mayor si el contexto económico no fuera tan crítico como el que ahora se está viviendo.
- Los intangibles marco tienen mayor participación en los tres escenarios en el valor del negocio que en el valor de capitalización, porque en este último, al valor del negocio se suma el saldo positivo entre los activos circulantes y el pasivo total.

CUARTA PARTE

CONCLUSIONES

1.- JUSTIFICACIÓN.

El tema del presente trabajo es la valuación de intangibles como componente básico de la valuación de negocios y de la determinación del valor de capitalización de las acciones de empresas. De lo expuesto surge la justificación del mismo por las razones que se exponen a continuación:

- La valuación de intangibles es, necesariamente un trabajo multidisciplinario, en el que los profesionales de la contabilidad y de la valuación juegan un papel relevante.
- Los objetivos de las normas, metodologías, criterios y procedimientos de valuación de intangibles de ambas profesiones se han desarrollado con diferentes propósitos: los contables para el registro de operaciones y los de la valuación para establecer espacios de negociación en operaciones en que están en juego derechos reales de propiedad e intereses legítimos de los participantes.
- Ambos propósitos son interactuantes, pero las normas, metodologías, criterios y procedimientos desarrollados para satisfacer los dos propósitos presentan divergencias que impiden hacer compatibles los resultados de su aplicación.
- La identificación de las divergencias, y la comunicación entre los profesionales de ambas disciplinas pueden hacer posible la compatibilidad de propósitos, normas, metodologías, criterios y procedimientos en beneficio mutuo.

El propio Consejo Mexicano para la Investigación y Desarrollo de Normas de Información Financiera, A. C. fundamenta la permanente necesidad de actualización de sus normas al señalar en la edición 2009 que *la normatividad contable ha tratado de encontrar un adecuado soporte teórico para sustentar la práctica contable y para guiar conceptualmente la emisión de normas particulares, desechando con ello planteamientos basados meramente en la experiencia, el uso o la costumbre, para adecuarlas al entorno en que se rige la normatividad internacional.*

Las conclusiones que se presentan a continuación, solamente las más evidentes, tienen ese objetivo, pero es necesario subrayar que están derivadas únicamente desde la perspectiva de la valuación, y desde una fuente de origen de las instituciones del país.

Toca ahora a las relacionadas con la valuación corresponder con la revisión de sus normas, metodologías, criterios y procedimientos, para después intentar el diálogo con los contadores en busca de la necesaria compatibilización.

2.- DEFINICIÓN DE NEGOCIO.

Conforme a la norma NIF B-7, un negocio es el conjunto de actividades y activos o de activos netos que son o pueden ser operados y administrados por un único centro de control, con el propósito de generar un rendimiento u otros beneficios a sus dueños, y agrega que su valuación incluye activos y pasivos. Por activo neto parece entender que es el valor del activo menos los pasivos asociados, de ahí que lo distinga del concepto de activo sin calificativo.

Por su parte la propuesta contenida en este trabajo define al negocio como el conjunto de activos fijos sin personalidad jurídica, ordenados mediante una tecnología definida para producir bienes o prestar servicios en calidad, cantidad y costo determinados, para ser comercializados con marcas registradas, todo ello administrado por una empresa con personalidad jurídica, estructura organizacional, personal capacitado y estrategias de desarrollo definidas y actualizadas permanentemente, con el propósito de generar beneficios.

La diferencia se manifiesta en que la definición de la norma NIF B-7, al incluir pasivos, le reconoce personalidad jurídica al negocio, en tanto que la definición propuesta no le reconoce personalidad jurídica y asimila el concepto de negocio al de la unidad económica en que se desarrolla el mismo, en los términos de las resoluciones del Primer Tribunal del Vigésimo Primer Circuito, del Tribunal Colegiado en Materia de Trabajo del Tercer Circuito y del Quinto Tribunal Colegiado en Materia de Trabajo del Primer Circuito.

De respetarse la definición de la norma NIF B-7, se estaría asimilando al negocio con el concepto de empresa definido en esta propuesta como la persona física o moral propietaria de los activos fijos y circulantes, responsable de los pasivos y obligaciones fiscales y laborales, y derechohabiente de las eventuales utilidades que generen los negocios que administre, y de la definición de persona moral contenida en la Ley de Sociedades Mercantiles, que establece que una sociedad mercantil se caracteriza por ser una persona distinta a los socios -a su vez personas físicas o morales-, y por tanto con diferente personalidad jurídica.

De respetarse el concepto de negocio de la norma NIF B-7, el valor del mismo debería incluir pasivos y activo circulante, y por tanto sería equivalente al valor de capitalización de la empresa –persona física o moral- en tanto que de respetarse la definición de valor de esta propuesta, el valor del negocio no incluye activo circulante ni pasivos, con excepción del pasivo laboral, en los términos de las

resoluciones de los tribunales antes citados, si la unidad económica es la que se vende y no se suspende su actividad en el cambio de dueño, y los pasivos ecológicos derivados de incumplimientos de leyes y normas aplicables, o de cumplimiento de las observaciones de la Procuraduría de Protección al Ambiente.

En resumen, la norma NIF B-7 no incluye la valuación de la unidad económica y asimila el valor del negocio al valor de capitalización de la empresa, en tanto que esta propuesta asimila el valor del negocio con el valor de la unidad económica y distingue ambos valores del valor de capitalización de la empresa.

3.- CONCEPTOS RELACIONADOS CON LA VALUACIÓN.

La norma NIF B-7 utiliza los siguientes conceptos relacionados con el valor:

- *Valor de la contraprestación* como el integrado por el valor razonable de la suma de activos netos transferidos, pasivos asumidos y capital emitido por la adquirente a favor del vendedor.
- *Ganancia o pérdida* si el valor en libros difiere del valor razonable con el que se paga a los vendedores.
- *Contraprestación contingente* como la establecida con base en hechos o transacciones específicos a ocurrir en el futuro, clasificada como activo y registrada a su valor razonable.
- *Valor razonable del negocio* como el que se determina primordialmente por una transacción entre partes interesadas, dispuestas e informadas, en un mercado de libre competencia, más que por los valores estimados por expertos en valuación.
- *Precio de ganga* como el caso inusual en que la contraprestación es inferior al valor asignado a los activos identificables y pasivos asumidos del negocio adquirido, en cuyo caso el valor de los activos netos debe ajustarse al valor de la contraprestación por considerarse éste el valor razonable.

La norma NIF C-7 utiliza los siguientes conceptos relacionados con el valor:

- *Inversión en una asociada* es el importe que debe reconocerse inicialmente con base en el valor razonable neto de los activos y pasivos identificables de la asociada en la fecha de la adquisición.
- *Crédito mercantil* es el importe que resulta cuando el valor razonable de cualquier contraprestación pagada por la adquisición es mayor que el valor de la inversión en la asociada, el cual deberá ser reconocido como parte de la inversión en la asociada.
- *Valor razonable* como el monto de efectivo o equivalentes que los participantes en el mercado estarían dispuestos a intercambiar para la compra o venta de un

activo, o para asumir o liquidar un pasivo, en una operación entre partes, dispuestas e informadas, en un mercado de libre competencia. Cuando no se tenga un valor de intercambio accesible a la operación, debe realizarse una estimación del mismo mediante técnicas de valuación.

- *Valor del activo de larga duración disponible para la venta* es la inversión total o parcial en la asociada, clasificada como un para la venta, que debe valuarse a partir de la fecha de aprobación del plan de venta parcial de la inversión permanente, al menor de su valor en libros o al precio neto de venta.

La norma NIF C-8 utiliza los siguientes conceptos relacionados con el valor:

- *Amortización* es la distribución sistemática del costo de un activo intangible en su vida útil definida.
- *Contraprestación* es el monto que paga el adquirente para obtener el control de uno o varios negocios.
- *Crédito mercantil* es el exceso de la contraprestación sobre el valor razonable o específico de los activos netos adquiridos.
- *Pérdida por deterioro* es el monto en que los beneficios económicos futuros de los activos intangibles menores a su valor neto en libros.
- *Valor neto en libros* es el saldo neto del activo intangible después de deducir la amortización acumulada y, en su caso, ajustado por las pérdidas por deterioro netas de sus reversiones acumuladas.
- *Valor residual* es el monto neto que la entidad espera obtener de un activo intangible al final de su vida útil, después de haber deducido los costos de su enajenación o disposición.

Las instituciones utilizan los siguientes conceptos de valor, citados en este trabajo:

- *Valor neto de reposición*, que consiste en investigar el valor de reposición nuevo de cada activo fijo considerado como indivisible, mediante investigación de mercado, y disminuirlo afectándolo por la depreciación producto de la vida útil consumida, por el estado de conservación y por la obsolescencia económica
- *Valor único* es el valor de mercado, en tanto que por precio entiende la cantidad fijada a una cosa vendible en función de la unidad monetaria, para un mercado dado y en un tiempo determinado.
- *Valor* no es un hecho sino un estimado del precio probable que se pagará por los bienes o servicios en un momento dado.
- *Precio* es la cantidad que se pide o se ofrece por un bien o un servicio y valor es un concepto económico que se refiere a la relación monetaria entre los bienes y servicios disponibles para compra y aquellos que los compran y los venden.

- *Precio* es el término que se utiliza para la cantidad inicial que se pide; el precio puede o no tener alguna relación con el valor que otros le asignan a esos bienes o servicios.
- *Valor económico* es el precio más probable que los compradores y vendedores concluirán por un bien o servicio que está en venta.
- *Valor comercial* es la cantidad más probable, expresada en dinero, que se espera produzca la venta de un bien inmueble en un mercado competitivo y abierto, bajo todas las condiciones para una venta justa, en la que tanto el comprador como el vendedor actúan prudentemente, con conocimiento, y asumiendo que el precio no está afectado por un estímulo indebido.
- *Valor comercial* es la cantidad más alta encontrada en la identificación de ofertas de bienes comparables con el bien en estudio como unidad indivisible, bienes comparables que se constituyen en competencia para el bien en estudio. Para resolver las diferencias en las características propias de los bienes de referencia con el analizado, el valuador debe aplicar un modelo de homologación.
- *Valor comercial* es el precio límite que un comprador bien informado paga por un bien, después de comparar con el precio de compra de otro bien similar.
- *Valor comercial* es la cantidad estimada a la que se debe intercambiar una propiedad en la fecha del avalúo, entre un comprador y un vendedor dispuestos, en una transacción prudente después de una comercialización adecuada, en donde las partes actúan en forma prudente, con conocimiento y sin compulsión.
- *Valor con el enfoque de ingresos* es el monto presente de los beneficios futuros que surgen de la propiedad para los usuarios o inversionistas en el mercado.
- *Valor con el enfoque de ingresos* es el *valor* presente de los beneficios futuros derivados del bien, generalmente medidos a través de la capitalización de un nivel *-¿flujo?-* específico de ingresos.
- *Valor residual* es el precio del terreno para un desarrollo inmobiliario que sea jurídicamente permisible, técnicamente factible y económicamente viable, que considere la capacidad y el tiempo razonable para que el mercado absorba los productos del proyecto.
- *Valor con el enfoque de ingresos* es el diseñado para encontrar la posición del inmueble que se valúa como unidad indivisible en un mercado de inversionistas; es precio máximo que puede pagar por él un inversionista para obtener una tasa de rendimiento mínima aceptable (TREMA), conforme a proyectos posibles de aprovechamiento del edificio en estudio.
- *El enfoque de capitalización del ingreso* es un enfoque comparativo a partir de los ingresos y egresos que genera la propiedad que se valúa, y estima el valor capitalizando el ingreso neto –ingresos menos egresos-, considerando que, por

lo general, el principio de sustitución sostiene que el flujo de ingreso –*neto*- que produce el mayor retorno proporcional a cierto nivel de riesgo, da lugar a la cifra de valor más probable. El mayor y mejor uso de una propiedad es el uso más probable que es posible físicamente, justificado adecuadamente, permisible legalmente, económicamente viable y del que resulta el mayor valor de la propiedad que se está valuando.

Los conceptos de valor y precio utilizados en las leyes son los siguientes:

- A la *indemnización por la expropiación de bienes* se le llama precio, pero indica que dicho precio se deberá establecer de acuerdo al valor fiscal, tratándose de inmuebles.
- *Valor* es la base para las negociaciones de las operaciones inmobiliarias de bienes muebles e inmuebles que realice la Administración Pública Federal, así como para determinar el monto de la indemnización que se pague por la expropiación de bienes inmuebles de propiedad particular.
- La base para la determinación del monto de los derechos por la concesión de bienes inmuebles es el valor del inmueble.
- *Valor* es la base para la determinación del monto de los derechos por la concesión de bienes inmuebles es el valor del inmueble.
- *Valor comercial* es el precio de la expropiación de bienes inmuebles.
- *Valor comercial* es el monto de la indemnización por expropiación de bienes ejidales y comunales; para la enajenación de terrenos nacionales.
- *Precio de referencia* es el precio mínimo de venta de parcelas en dominio pleno, y el valor mínimo de las acciones en las sociedades en que participen ejidos o ejidatarios como socios por la aportación de los terrenos.

Los conceptos relacionados con valor y precio en la propuesta contenida en el presente trabajo son los siguientes:

- *Precio aceptable* es en el importe que un inversionista acepta pagar para adquirir un negocio existente, o el monto de inversión aceptable para que un inversionista establezca uno nuevo.
- *Anualidades disponibles* serie esperada de es la expectativa del rendimiento probable del negocio a partir de que éste se adquiere o de que se establece, y *no del resultado histórico* de lo que ha rendido el negocio por adquirir o un negocio igual al que es posible establecer.
- *Valor presente de las anualidades disponibles*, equivalente al *valor del negocio*, es el importe que es necesario invertir hoy para obtener un *valor futuro esperado*, igual a la suma del importe invertido hoy, más el beneficio resultado del producto del importe invertido hoy multiplicado por la tasa de rendimiento aceptada, en un solo plazo convenido para obtener el beneficio.

- *Valor presente neto* es el *valor presente* de las anualidades *disponibles* menos la *inversión realizada* en la compra de un negocio existente o en el establecimiento de uno nuevo.
- *Tasa de descuento* para la cual el *valor presente neto* es igual a cero se le llama *tasa interna de retorno*, que es usada frecuentemente como referente para comparar opciones de inversión competitivas en negocios.
- *Las tasas nominales* anuales de interés y de rentabilidad corresponden a los *pesos corrientes* en los flujos netos anuales, y a las *tasas reales* de interés y de rentabilidad corresponden a los *pesos constantes*.
- *Tasa de rentabilidad aceptable en portafolios de inversión financiera*.
- *Tasa de rentabilidad generalmente aceptada por los inversionistas* en cada tipo de negocio, e incorporar en varias corridas financieras los riesgos de cada proyecto de estrategia de desarrollo del negocio y de los escenarios macroeconómicos percibidos como posibles, una corrida para cada combinación de proyecto de estrategia/escenario.
- *Capital de riesgo* es la *aportación de los socios* en una empresa que opera uno o varios negocios.
- *Crédito* es la cantidad de dinero en moneda nacional o extranjera que una persona física o moral entrega a otra persona física o moral en calidad de préstamo para un propósito no necesariamente definido por las partes, bajo condiciones precisas y documentadas de plazos y forma de pago, de intereses normales y moratorios, así como del otorgamiento de garantías de cumplimiento.
- *La ingeniería financiera* identifica las fuentes de financiamiento posibles, en efectivo y en especie, diseña las mezclas aceptables de las fuentes de financiamiento, y las evalúa en términos de rentabilidad, riesgos y responsabilidades y facultades compartidas, para identificar la mezcla que ofrezca la mejor relación de costo/beneficio.
- *Horizonte de análisis* es el tiempo, generalmente expresado en un determinado número de años, suficiente para dar espacio al pronóstico del comportamiento de ingresos y egresos de los negocios que opera la empresa, pero acotado para mantener un margen de confianza razonable para el pronóstico.
- *Factor de descuento*, factor que responde a la fórmula del interés compuesto, que entra como divisor del flujo neto de cada año,
- *Flujo neto* es el importe anual que se determina a partir de la formulación de los pronósticos de ingresos y egresos anuales de efectivo –lo que implica que no se incluye la depreciación de activo fijo- para las líneas de negocio que opera la empresa analizada, conforme a proyectos de estrategia de desarrollo en un horizonte de análisis y en escenarios macroeconómicos configurados.

- *Valor presente de los beneficios futuros* viene a ser el valor del negocio que opera en la unidad económica de la empresa que se analiza. El *valor presente* de los beneficios futuros es la suma de los saldos descontados del flujo de efectivo configurado para las líneas de negocio de la empresa en escenarios macroeconómicos posibles, aplicando una tasa de descuento compatible con las características de los negocios que opera la empresa.
- *Valor de capitalización de la empresa* es el *valor presente de los beneficios futuros de los negocios* que opera la empresa, más el importe de activo circulante y menos el importe del pasivo total –real y contingente, con el siguiente esquema aplicado a cada una de las combinaciones de escenarios macroeconómicos y estrategias de desarrollo configurado.

4.- CONCEPTO DE INTANGIBLES.

De las normas NIF B-7 y C-8:

- *Activos intangibles* son los que poseen la condición de separabilidad del activo o la condición de propiedad contractual o legal, es decir, que pueden ser separados de la entidad, como concesiones, marcas y patentes.
- *Activos intangibles* son los activos no monetarios, identificables, sin sustancia física, que generarán beneficios económicos futuros controlados por la entidad.
- *Ciertos activos intangibles* son los que tienen capacidad para generar beneficios económicos futuros para la entidad, adquiridos individualmente o en una adquisición de negocios o generados internamente, que pueden ser separados de la entidad para ser vendidos, transferidos, licenciados, rentados o intercambiados, o que surgen de derechos legales o contractuales, independientemente de que puedan ser o no transferidos o separados de la entidad.

El concepto de intangibles incluido en la propuesta contenida en el presente trabajo es el siguiente:

Activo intangible es el activo no monetario capaz de generar beneficios o perjuicios identificados y cuantificados mediante supuestos razonables y sustentables.

Ejemplos de activos intangibles son concesiones, permisos, derechos, fuerza de trabajo relacionada con capital intelectual, crédito comercial, ubicación estratégica y posición jurídica, tecnológica y ecológica de la capacidad instalada, conocimiento del mercado, expectativas económicas para el giro de la entidad y estrategia de desarrollo compatible con ellas.

5.- VALUACIÓN DE INTANGIBLES.

Según las norma NIF C-8:

- *El valor de los activos netos adquiridos* se expresan por el monto neto de activos tangibles e intangibles adquiridos y pasivos asumidos del negocio adquirido.
- *El valor denominado desarrollo* incluye el valor de los recursos aplicados a obtener resultados de la investigación o de conocimientos incorporados a un plan o diseño de producción de materiales nuevos o sustancialmente mejorados, y sistemas o servicios previos a la producción o uso comercial.
- *El valor del intangible denominado crédito mercantil* es el exceso de la contraprestación sobre el valor razonable o específico de los activos netos adquiridos.
- *Valor neto en libros del activo intangible* es el saldo neto después de deducir la amortización acumulada y, en su caso, ajustado por las pérdidas por deterioro netas de sus reversiones acumuladas.
- *Pérdida por deterioro* es el monto en que el valor presente de los beneficios económicos futuros de los activos intangibles es menor a su valor neto en libros.
- *Valor residual* es el monto neto que la entidad espera obtener de un activo intangible al final de su vida útil, después de haber deducido los costos de su enajenación o disposición.
- *Valor razonable* representa el monto de efectivo o equivalentes que participantes en el mercado estarían dispuestos a intercambiar para la venta de un activo intangible, en una operación entre partes interesadas, dispuestas e informadas en un mercado de libre competencia.
- *Beneficios económicos futuros* son los atribuibles a los activos intangibles y se determinan usando supuestos razonables y sustentables que representen la mejor administración del conjunto de condiciones económicas que existirán durante su vida útil.
- *La valuación inicial de los activos intangibles* debe ser a su costo de adquisición y ser determinado confiablemente para cumplir con el postulado de valuación, que establece que los efectos financieros de transacciones o transformaciones deben cuantificarse en términos monetarios, atendiendo a los atributos del elemento valuado, a fin de captar el valor económico más objetivo de los activos netos.
- *La valuación de un activo intangible generado internamente* debe basarse en las erogaciones efectuadas para su desarrollo.

- *El valor razonable de un activo adquirido* que procede de un intercambio total por un activo intangible no similar, es la base para determinar el costo de adquisición; de no tener valor razonable el activo adquirido debe usarse el valor razonable del activo entregado a cambio, y si ambos activos carecen de valor razonable, el costo de adquisición se determina con el valor en libros del activo entregado.
- *El valor residual de un activo intangible* debe considerarse nulo, a menos que exista un compromiso de tercero para adquirir el activo al término de su vida útil en una contraprestación pactada, o exista un mercado activo, y en tales casos su valor residual podría (sic) incrementarse hasta su valor neto en libros.

La valuación de intangibles según la propuesta contenida en el presente trabajo corresponde a lo siguiente:

- El valor de todos los intangibles es igual al valor del negocio menos el valor de los activos fijos.
- Los intangibles marco que se proponen para facilitar la determinación del valor de los intangibles, atendiendo a lo siguiente:
 - A su relación causa-efecto en los beneficios o perjuicios que generan, con la intención de facilitar el análisis e incorporar sus interrelaciones.
 - A que, de acuerdo con la norma NIF C-8, los beneficios económicos futuros atribuibles a los activos intangibles se determinan usando supuestos razonables y sustentables que representen la mejor administración del conjunto de condiciones económicas que existirán durante su vida útil.
 - A que los supuestos en que se basan las condiciones económicas durante la vida útil de la empresa, por más razonables y sustentables que sean, tienen un margen de incertidumbre.
- Los intangibles marco que se proponen de manera ilustrativa, pero no limitativa ni menos obligatoria, son:
 - Contexto económico que se desprende de los escenarios macroeconómicos posibles.
 - Administración de la empresa frente al entorno económico.
 - Crédito comercial que implica el reconocimiento de sus clientes a la capacidad de administración del negocio, la confianza en el negocio para aprovechar las oportunidades y enfrentar los riesgos del contexto económico y la solidez y liquidez del negocio.

6.- CALIFICACIÓN Y REINGENIERÍA.

El procedimiento propuesto en este trabajo para la valuación de negocios, que incluye la valuación de intangibles y permite determinar el valor de capitalización

de las empresas, abre otras posibilidades útiles en las negociaciones para compraventa, alianza, fusión u otorgamiento de créditos.

El procedimiento de valuación de negocios implica una auditoría de la situación jurídica, económica, financiera, técnica y ecológica del negocio y, en su caso, de la empresa, con diferentes grados de profundidad según el carácter de la operación que se pretende apoyar con el avalúo, y con la información confiable disponible o la que resulta de la investigación de campo.

La auditoría permite emitir una opinión expresada por medio del método FODA – fortalezas, oportunidades, debilidades y amenazas-, sustentada en el análisis de información confiable y en la opinión del personal directivo del negocio analizado, y no únicamente en la opinión de dicho personal que, como es frecuente, en ella esconden sus propias debilidades.

Por otra parte, en la evaluación de las estrategias de desarrollo formuladas por el personal directivo del negocio, o producto del trabajo de valuación, se identifica la necesidad de reingeniería jurídica, financiera o técnica, que afecte a la organización y a los procesos de producción de bienes o de prestación de servicios, y que de lugar a identificar requerimientos de inversión o desinversión.

La conveniencia de la reingeniería tiene su mejor evaluación en la razón siguiente:

$$\frac{[\text{Incremento de valor}]}{[\text{Importe de inversiones o desinversiones}]}$$

7.- CONCLUSIÓN FINAL.

Los primero que se desprende de lo expuesto en todo el trabajo, y en especial en esta cuarta parte, es la proliferación de términos que entraña criterios, metodologías y procedimientos relacionados con la valuación de negocios y empresas que conduce a divergencias y, por ende, a la confusión y conflictos en las negociaciones y registros, no solamente entre las normas NIF y las normas de las instituciones relacionadas con la valuación, sino entre las contenidas en cada conjunto de normas.

Con ello no se pretende que el producto de la valuación de negocios y empresas sean documentos intocables, sino que, como ya se expresó en el capítulo 6 de la tercera parte, si existen dos partes en la negociación, cualquiera que sea la operación proyectada, cada una de ellas puede solicitar el avalúo del negocio o de la empresa en forma independiente, como ya ha sucedido, los valuadores de las partes deben enfrentarse a defender sus análisis frente a ellas y, eventualmente, establecer bases de conciliación.

Pero para ello se requiere lenguaje, criterios, metodologías y procedimientos comunes en un trabajo que es, por definición, transdisciplinario y, en este caso transinstitucional.