

**ACTUALIZACIÓN DE LAS NORMAS DE
VALUACIÓN EN MÉXICO EN EL CONTEXTO DE
LA INTERNACIONALIZACIÓN DE LOS
NEGOCIOS II.**

LAS NORMAS INTERNACIONALES DE VALUACIÓN 2000

❖ VALOR COMO NEGOCIO EN MARCHA

Por Eduardo Ramírez Favela

México, D. F., diciembre de 2004

VALOR COMO NEGOCIO EN MARCHA.

1.- ANTECEDENTES

El concepto de *valor como negocio en marcha* es de relativa reciente aparición en el medio valuatorio mexicano, y por ello las normas valuatorias de las instituciones utilizan otros términos que, a juicio del autor de este texto, son relativamente similares. Los términos similares más usuales son valor de capitalización –el más antiguo- valor del dominio pleno del arrendador, valor como negocio en marcha, enfoque de capitalización de ingresos y valor de oportunidad.

El Instituto Mexicano de Valuación (IMV), 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 (CNBV) 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 -¿generados por el?- bien, generalmente medidos a través de la capitalización de un nivel -¿flujo?- específico de ingresos.

Para la Comisión de Avalúos de Bienes Nacionales (CABIN) el *valor de oportunidad* es el máximo *valor* aceptable de un bien, expresado en términos monetarios, en función del beneficio que se espera generará, y para el efecto considera los siguientes valores como medidas del *valor de oportunidad*:

- *Valor de capitalización*: Es el capital equivalente que se requiere para generar rendimientos financieros iguales a las utilidades que producen las rentas de un bien en similares condiciones de riesgo.
- *Valor del dominio pleno del arrendador*: Es el valor presente de los ingresos netos anticipados que se van a recibir bajo el arrendamiento, más el valor presente del valor anticipado de la propiedad cuando el arrendador recupera el uso y la posesión.
- *Justipreciación de renta como negocio en marcha*: Tiene como base -¿propósito?- el determinar el monto de un arrendamiento de -¿para?- una unidad productiva a través de un modelo económico y financiero que considere la capacidad de pago de renta en función de los ingresos y de los egresos, el monto de la inversión en activos, el capital de trabajo y la -¿tasa de?- rentabilidad de mercado sobre -¿en?- este tipo de negocios.

El *International Valuation Standards Committee (IVSC)* define el *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 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.

- *El Comité Técnico de Normalización Nacional en Materia de Información en Prestación de Servicios (CTNNMIPS)* usa el término de *valor de negocios*, que es la expresión de una *opinión*, no ambigua, respecto al derecho de propiedad del negocio, o seguridad, respaldado por todos los procedimientos que el valuador considera pertinente para la valuación.

2.- ANÁLISIS

2.1.- Entorno económico.

A partir de la década de lo ochenta, además de la llamada corriente neoliberal o monetarista que se generó en Inglaterra y Estados Unidos, se hizo presente la globalización de la economía, merced al avance tecnológico en las comunicaciones, en el transporte y en la robotización en los procesos de producción; en conjunto – neoliberalismo y globalización- han provocado cambios significativos en los negocios inmobiliarios, cuyas principales manifestaciones son las siguientes:

- Formación de zonas económicas de libre comercio –TLC, Mercosur, Unión Europea, etc.- que propician la división del trabajo entre los países en función de sus ventajas competitivas, que dependen de la infraestructura existente, de los costos de producción y de distribución, de los marcos jurídico y fiscal, de la normatividad urbana y ambiental y de los ambientes político y social.¹
- A los factores anteriores que inciden en la decisión de invertir en un país o en otro, para México cabe agregar los relativos a los riesgos en la seguridad jurídica en la propiedad de la tierra y por los llamados pasivos ecológicos en el caso de unidades económicas existentes –incumplimientos en la normatividad ecológica que deben ser resueltos por quien compra la unidad económica²-.
- Los anteriores son los factores de decisión que consideran los inversionistas para impulsar un proyecto, que necesariamente incluye una componente inmobiliaria directa para la producción de un bien o la prestación de un servicio, e indirecta porque genera empleo y vuelve real la demanda social de vivienda.³
- América Latina, con sus 750 millones de habitantes, la mayoría compradores por primera vez de bienes de consumo duradero, es el segundo mercado más grande del mundo después de China Continental, lo que hace atractiva la generación de proyectos de producción y comercialización de esos bienes en nuestros países.⁴
- En México es cada vez más frecuente que las empresas transnacionales negocien con empresas especializadas con base en Estados Unidos el arrendamiento de sus oficinas, industrias y bodegas, con el proyecto especialmente elaborado, contrato a

¹ MORGAN LEWIS & BOCKIUS. Requerimientos de los inversionistas/vendedores de bienes inmuebles en la República de México. Documento presentado en el seminario organizado por Valuación y Venta de Activos en abril de 1996.

² Conjunto de activos sin personalidad jurídica, ordenados conforme a una tecnología definida para producir bienes o prestar servicios en cantidad y calidad definidas.

³ URBAN LAND INSTITUTE. Atrayendo capital para su proyecto. Como presentar su proyecto ante inversionistas y financieros. Documento expuesto en seminario realizado en la Facultad de Arquitectura de la UNAM en abril de 1997.

⁴ PIGNA FRANK. Las transnacionales y los mercados inmobiliarios en América Latina. Documento presentado en el Seminario sobre le internacionalización de los negocios inmobiliarios. Universidad Externado. Santa Fe de Bogotá. 1996.

un plazo de diez años, pago de la renta en dólares con un anticipo antes de iniciar la construcción, y un importe de rentas competitivo en el mercado internacional.

- La práctica valuatoria en Estados Unidos para la toma de decisiones de las empresas en los negocios inmobiliarios se realiza principalmente por el método del ingreso, con el análisis del entorno económico de los productos o servicios que se generan en el inmueble analizado y con la capitalización del flujo neto de ingresos⁵.
- Esta práctica adquirió mayor formalidad en los ochenta en Estados Unidos con la crisis de los Savings and Loans –crisis de cartera vencida- de suerte que la Resolution Trust Corporation, institución responsable de resolver la crisis, estableció el modelo denominado *derived investment value* –valor derivado de la inversión- que es, precisamente, un avalúo como negocio en marcha⁶.
- El modelo *derived investment value* se aplicó en Estados Unidos para la enajenación de conjuntos inmobiliarios o edificios dedicados al arrendamiento, desarrollos inmobiliarios sorprendidos por la crisis sin terminar o sin comercializarse, unidades económicas paradas o en producción y empresas propietarias de inmuebles o de unidades económicas.

2.2.- Bases metodológicas del avalúo como negocio en marcha.

Cuando una persona física o moral realiza una inversión en una empresa⁷ 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 económica⁸.

Lo anterior implica que el *inversionista comprador* debe identificar uno o varios proyectos posibles del aprovechamiento futuro de la unidad económica o de la empresa –plan del negocio-, basados en estudios de los factores técnicos, legales, económicos, políticos, de normatividad urbana, ahora ecológicos y, eventualmente, sociales del ámbito 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 considerar para su toma de decisión la combinación de proyecto/escenario con mayores probabilidades de presentarse. Por su parte el *inversionista vendedor* de la empresa o unidad económica también debe formular sus estrategias de venta de la empresa o unidad económica en una sola operación o la venta despiezada, por ejemplo, según los perfiles de los posibles compradores y sus respectivos proyectos de aprovechamiento.

El *inversionista comprador* tiene siempre la opción, o de comprar una empresa o una unidad económica existente, o establecer o construir una nueva para producir los mismos bienes o prestar los mismos servicios que la existente, considerando para ello precios de mercado de las componentes necesarias para el establecimiento o construcción de la nueva empresa o unidad económica. Salvo consideraciones particulares de posición financiera, al *inversionista comprador* le resulta indiferente la opción si resultan iguales el valor presente de los beneficios futuros de ambas opciones; si resultaran diferentes, optará por la que ofrezca mayor valor presente. Así mismo, el

⁵ URBAN LAND INSTITUTE. Op. Cit.

⁶ RESOLUTION TRUST CORPORATION. *Derived investment value*. Manual 10,300. 24, CH-1.1994.

⁷ Persona física o moral propietaria de la unidad económica.

⁸ KEYNES John M. *Teoría General de la Ocupación, el interés y el dinero*. Editorial Planeta Mexicana, S. A. De C. V. México, 1993.

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 cualquier otro proyecto, siempre buscando 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 de unidades económicas o empresas comparables a la analizada, de suerte que, con esas referencias y el análisis que *pondere el potencial de rendimientos*, podrá encontrarse un *valor comercial de referencia*; y, mejor aún, podrían encontrarse ofertas que se constituyeran en opciones para el *inversionista comprador*.

El *valor comercial de referencia* complementa el análisis del *valor como negocio en marcha*, porque si el *valor como negocio en marcha* 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* difícilmente podrá encontrar comprador si su *precio mínimo de venta* lo establece con base en el *valor como negocio en marcha*. Si, por el contrario, el *valor como negocio en marcha* resulta menor que el *valor comercial de referencia*, entonces el *inversionista comprador* no estará dispuesto a pagar un precio mayor que el *valor como negocio en marcha*, y el *inversionista vendedor* tendrá que fijar su precio máximo de venta en función del *valor como negocio en marcha*. Esta proliferación de valores provoca confusión en los valuadores formados en la teoría del valor único.

Así, el *valor como negocio en marcha*, o el *enfoque de ingresos* de la CNBV, o el *valor de oportunidad* de la CABIN, o el *valor del negocio* como lo llama el CTNNMIPS, en realidad es un *valor comercial* en un mercado de *inversionistas* por lo siguiente:

- Para el *inversionista comprador* implica una investigación de mercado para identificar las opciones que tiene para colocar su dinero, y su toma de decisiones está en función de la opción que le ofrezca el mayor valor presente de los beneficios futuros o la mayor tasa interna de retorno.
- 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.
- 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 porque la posición del inversionista 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. La CABIN, en respuesta a lo expuesto en el párrafo anterior, usa dos valores:

- *Valor de realización -o de liquidación- forzosa-* 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, el 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 de la propiedad, 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 como negocio en marcha* 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 objetivos y subjetivos –de conocerse estos últimos- que se derivan de las circunstancias en que debe realizarse a la venta, con mayor razón si se apartan de la normalidad.

Al igual que para el *valor comercial*, es importante que en el dictamen que contenga el *valor como negocio en marcha* se consignen las bases que fundamentan los resultados de su análisis, y concluir, en su carácter de consultor, 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, si es el caso, las circunstancias particulares en que se encuentra el cliente y que pueden explicar algunos de las consideraciones incorporadas al análisis, como sucede en los casos de venta forzada o forzosa.

2.3.- Conclusiones.

Las conclusiones de lo expuesto para el *valor como negocio en marcha* son muchas y variadas; a continuación se exponen las más significativas que, se propone, se incorporen a las normas de valuación:

- Se reafirma la visión del valuador como *consultor* de un cliente en particular, al que debe asesorar ofreciéndole la información que facilite la negociación.
- El valuador *debe* allegarse toda la información posible, y consignar en el dictamen su alcance y sus fuentes, a fin de fundamentar sus análisis y conclusiones.
- El valuador debe formular pronósticos, con base a la información mas reciente, sobre el comportamiento *futuro* de las variables macroeconómicas, técnicas, legales,

políticas y sociales que condicionan el comportamiento *futuro* de la unidad económica o empresa que se valúa.

- El valuador debe investigar los mercados de los insumos, consumos y de los bienes o servicios que produzca la unidad económica o empresa analizada, a fin de identificar el perfil de los posibles compradores.
- El *valor como negocio* en marcha es, en realidad, un *valor comercial* en un *mercado de inversionistas* que hacen *negocios con* los inmuebles, a diferencia del *valor comercial* analizado en la Parte I de esta serie, que se refiere a un mercado de *inversionistas usuarios*, es decir, de agentes económicos que compran inmuebles para *ocuparlos* como *vivienda* o para *hacer negocios en ellos*.
- En tanto que el *valor comercial* en el *mercado de usuarios* se basa en la investigación de *ofertas y operaciones inmobiliarias*, el *valor comercial* en el *mercado de inversionistas* se basa en la investigación de *opciones de negocio* existentes en el ámbito de mercado considerado, y de sus *inversiones, riesgos y rendimientos*, a fin de compararlos con la combinación de inversión, riesgos y rendimientos derivados del análisis del *valor como negocio en marcha* de la unidad económica o empresa analizada.

Ramírez Favela, Eduardo M. Ingeniero consultor en diseño estructural, planeación regional, evaluación de proyectos, reingeniería y avalúos; de 1995 a la fecha director general de IDEAS. De 1968 a 1976 profesor de diseño estructural en escuelas de ingeniería y arquitectura de la UIA y de la U. Anáhuac, de la Facultad de Ingeniería de la UNAM y de 1988 a la fecha profesor en la Facultad de Arquitectura de la UNAM en la Especialidad de Valuación Inmobiliaria y desde 1999 en la Maestría en Desarrollos Inmobiliarios; ha publicado artículos y libros sobre los temas de su actividad profesional. Cursando el doctorado en urbanismo en la UNAM. De 1985 a 1993 fue Presidente de la Comisión de Avalúos de Bienes Nacionales.