



Facultad de Ciencias Económicas y Sociales
Escuela de Economía

Estrategias de Negocios para Aumentar el Valor de una
PYME por la Metodología de Flujo de Caja Descontados
Bajo las Regulaciones de la Ley Orgánica de Precios

Tutor: Marco Cardozo

Autores:

González, Gustavo

Carmona, Daniel

Caracas, Mayo 2016

ÍNDICE

ÍNDICE.....	ii
ÍNDICE DE GRÁFICOS	v
ÍNDICE DE TABLAS.....	6
Agradecimientos.....	8
Dedicatoria.....	9
INTRODUCCIÓN.....	10
CAPÍTULO I. PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA.....	12
I.1. DESCRIPCIÓN GENERAL.....	12
I.2 OBJETIVOS	13
I.2.1 Objetivo general.....	13
I.2.2 Objetivos específicos	13
I.3 PREGUNTA DE INVESTIGACIÓN.....	14
I.4 HIPÓTESIS	14
CAPÍTULO II. MARCO TEÓRICO.....	15
II.1 ANTECEDENTES.	15
II.2 FUNDAMENTACIÓN TEÓRICA.	19
II.2.1 PYME'S en Venezuela.	19
II.2.2 Valor Económico.....	21
II.2.3 Estrategia de Negocio.....	22
II.2.4 Ley Orgánica de Precios.....	27
II.2.5 Situación cambiaria.	32
II.3 DEFINICIONES.....	35
II.3.1 Inflación.....	35
II.3.2 Producto Interno Bruto.	35
II.3.3 Tasa de Descuento.....	35
II.3.4 Costo de Inventario.....	36
II.3.5 Valor Neto Realizable	36
II.3.6 Gastos Operativos.....	37
II.3.7 Flujo de Caja.....	37

II.3.8 Financiamiento.	37
II.3.9 Inventario.....	38
II.3.10 Tasa de Crecimiento del Flujo de Caja Perpetuo (g).	38
II.3.11 Valor de Continuidad.....	38
II.3.12 Paridad del Poder Adquisitivo.	39
II.3.13 Hiperinflación.....	39
II.3.14 Indicadores de liquidez.	40
II.3.15 Indicadores de Solvencia.	40
II.3.16 Valor nominal.	41
II.3.17 Valor real.	41
II.3.18 Modelo Z de Altman.....	41
CAPÍTULO III. MARCO METODOLÓGICO.	43
III.1 TIPO DE INVESTIGACIÓN.....	43
III.2 DESCRIPCIÓN DE LAS VARIABLES.	43
III.2.1 Variable dependiente: Valor que genera la empresa.	43
III.2.2 Variables independientes.....	43
III.3 METODOLOGÍA.	46
III.4 DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA.....	46
III.4.1 La empresa sujeta a las características de una PYME.....	46
III.4.2 Lineamientos de simulación para la empresa.....	47
III.4.3 Composición de la cartera de productos.....	47
III.4.4 Política de inventario de la empresa.....	48
III.5 SUPUESTOS.	48
III.5.1 Supuestos macroeconómicos.....	49
III.5.2 Supuestos de familias de productos.....	51
III.5.3 Supuestos de gastos.	55
III.5.4 Supuestos de proyección del Balance General.....	57
III.5.5 Supuestos de Valoración.	58
III.6 FORMULACIÓN DEL MODELO.....	61
III.5.1. Método de Valoración.	63
III.5.2 Método de flujo de caja descontado.....	65
CAPÍTULO IV. ANÁLISIS DE RESULTADOS.....	66
IV.1 Estados financieros.	66

IV.1.1 Estados financieros (Escenario Ecoanalítica)	67
IV.1.2 Estados financieros (Escenario FMI)	71
IV.1 Análisis preliminar de la empresa.	75
IV.2 Escenario de Ecoanalítica.	77
IV.2.1 Análisis de DuPont.....	82
IV.2.1 Aplicación del modelo de Altman a la empresa bajo el escenario de Ecoanalítica.	83
IV.2.2 Estrategias de Negocio en el escenario de Ecoanalítica.....	84
IV.3 Escenario FMI.....	87
IV.3.2 Análisis de DuPont.....	92
IV.3.1 Aplicación del modelo de Altman en la empresa bajo el escenario del FMI.	93
IV.3.2 Estrategias de negocios en el escenario del FMI.....	95
CAPÍTULO V. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES	97
BIBLIOGRAFÍA	101

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico N° 1 Diagrama de DuPont	24
Gráfico N° 2 Funcionamiento del Modelo Q	26
Gráfico N° 3 Comportamiento anual de la inflación en Venezuela	32
Gráfico N° 4 Evolución de las ventas, de los costos y gastos (Escenario Ecoanalítica)	77
Gráfico N° 5 Evolución de la tasa de inflación en períodos históricos y proyectados	79
Gráfico N° 6 Evolución del índice de Dupont (Escenario Ecoanalítica)	83
Gráfico N° 7 Comportamiento de la inflación y el margen de utilidad (Escenario FMI)	88
Gráfico N° 8 Comportamiento de los gastos y la inflación (Escenario FMI)	88
Gráfico N° 9 Evolución de la tasa de inflación histórica y proyectada	89
Gráfico N° 10 Diferencia entre inflación y flujos de caja descontados (escenario FMI)	90
Gráfico N° 11 Comportamiento del índice de Dupont (Escenario FMI)	93

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla N° 1 Variables macroeconómicas proyectadas (escenario FMI y Econalítica)	49
Tabla N° 2 Familias de productos – Escenario Ecoanalítica (Expresado en miles de Bs.)	54
Tabla N° 3 Familias de productos – Escenario FMI (Expresado en miles de Bs.)	55
Tabla N° 4 Tasa WACC al 24/05/2016 – Escenario Ecoanalítica	60
Tabla N° 5 Tasa WACC al 24/05/16 – Escenario FMI.....	60
Tabla N° 6 Peso de cada familia de productos sobre las ventas.	61
Tabla N° 7 Balance General histórico y proyectado (Escenario Ecoanalítica).....	67
Tabla N° 8 Estado de resultados histórico y proyectado (Escenario Ecoanalítica)	68
Tabla N° 9 Peso del estado de resultados sobre las ventas (Escenario Ecoanalítica)	69
Tabla N° 10 Flujo de Caja proyectado (Escenario Ecoanalítica).....	70
Tabla N° 11 Balance General histórico y proyectado (Escenario FMI)	71
Tabla N° 12 Estado de Resultados histórico y proyectado (Escenario FMI).....	72
Tabla N° 13 Peso del Estado de Resultados sobre las ventas (Escenario FMI).....	73
Tabla N° 14 Flujo de Caja proyectado (Escenario FMI)	74
Tabla N° 15 Indicadores previos a la aplicación de Escenarios.....	75
Tabla N° 16 Indicadores de rentabilidad previo a los escenarios	76
Tabla N° 17 Valoración previa a la aplicación de estrategias de negocio (Escenario Ecoanalítica)	80
Tabla N° 18 Cálculo del índice DuPont.....	82
Tabla N° 19 Cálculo del índice de Altman (Escenario Ecoanalítica)	83
Tabla N° 20 Estrategia de negocio de aumento del financiamiento (Escenario Ecoanalítica)	85

Tabla N° 21 Estrategia de negocio de aumento de rotación de inventario (Escenario Ecoanalítica)	86
Tabla N° 22 Valoración previa a la aplicación de estrategias de negocio (Escenario FMI)	90
Tabla N° 23 Cálculo del índice de DuPont (Escenario FMI)	93
Tabla N° 24 Cálculo del índice de Altman (Escenario FMI).....	93
Tabla N° 25 Estrategia de negocio de aumento del financiamiento (Escenario FMI).....	95
Tabla N° 26 Estrategia de negocio aumento de rotación de inventario (Escenario FMI).....	96

Agradecimientos

Antes que nada queremos agradecerles a Dios y a la Virgen, por acompañarnos y darnos fuerzas para cumplir con una meta tan anhelada y por formarnos como profesionales de bien. Queremos agradecerles a nuestras familias: González Abdelnour y Braña, por su apoyo incondicional. De igual manera queremos agradecerles a todos nuestros seres queridos y compañeros de vida por ayudarnos de alguna u otra forma en la elaboración de este Trabajo. Le agradecemos también al profesor Marco Antonio Cardozo, por ser nuestra tutor y guía en la elaboración de este proyecto y al profesor Ernesto Estévez por su colaboración en el aspecto Legal de la Tesis. Por último pero no menos importante queremos agradecerles a los profesores de la Universidad Católica Andrés Bello y en especial a la Escuela de Economía por ayudarnos a adquirir todos los conocimientos, así como a ser mejores personas y profesionales a lo largo de nuestra carrera para formar un mejor futuro en nuestro país.

A todos gracias.

Dedicatoria

Este trabajo se lo dedicamos a las familias González Abdelnour y Braña esperamos hacer de este trabajo un buen homenaje para todos ustedes.

INTRODUCCIÓN

Las Pequeñas y Medianas Empresas (PYME'S) poseen un alto nivel de importancia en el plano económico debido a que estas se encuentran en todos los sectores de la economía, son generadoras de una gran cantidad de empleos, con un alto margen de participación en la producción de bienes y servicios de la economía (Gadea, 2003).

En el caso del tema de estudio, poseen características que en la teoría podrían hacerlas más vulnerables a la Ley Orgánica de Precios ya que, a diferencia de las grandes empresas, no poseen poder de mercado ni capital lo suficientemente amplio para conseguir una estrategia de negocio que les genere mayor valor, así como tampoco la capacidad de recortar costos de producción para que se le facilite hacer frente a dicho marco regulatorio.

La coyuntura para Venezuela en el año 2016, afecta en diferentes puntos a la investigación en cuestión, uno de estos puntos es el alto nivel inflacionario en el que se encuentra el país, éste influye directamente sobre los precios tanto de reposición de inventarios como finales de venta al público, estos precios tratan de ser controlados por el ejecutivo nacional mediante la Ley Orgánica de Precios.

En este sentido, la Ley Orgánica de Precios publicada en la gaceta 40.340 el 23 de enero del 2014 en su artículo 1 establece:

La presente Ley tiene por objeto asegurar el desarrollo armónico, justo, equitativo, productivo y soberano de la economía nacional, a través de la determinación de precios justos de bienes y servicios, mediante el análisis de las estructuras de costos, la fijación del porcentaje máximo de ganancia y la fiscalización efectiva de la actividad económica y comercial, a fin de proteger los ingresos de todas las ciudadanas y ciudadanos, y muy especialmente el salario de las trabajadoras y los trabajadores. (p.2)

Como podemos observar, la ley presenta como objetivo proteger el ingreso de los ciudadanos mediante la regulación de los precios de venta al público, sin embargo en el capítulo II de la investigación se demostrará que el ejecutivo no fue capaz de proteger dicho ingreso debido a que la inflación alcanzó 68,5 a final de 2014¹.

Si bien la ley no logra su objetivo de controlar la inflación, es un hecho que genera una serie de distorsiones en la economía y específicamente en la forma como pueden hacer negocios las empresas en general. Es por esto que la presente investigación se centra en estudiar el aumento de valor para las PYME's sujetas al ámbito de aplicación de la Ley Orgánica de Precios, mediante la formulación de un modelo financiero de valoración de empresa por el método de flujo de caja descontado, elaborado en hoja de cálculo, que buscará crear escenarios de operación de una PYME y determinará su valor en cada escenario que se planteará. Para ello se tendrán ciertas variables y datos externos, buscando la combinación de variables más óptima para generar el aumento de valor.

¹ Datos suministrados por www.bcv.org.ve

CAPÍTULO I. PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA

I.1. DESCRIPCIÓN GENERAL

Las empresas, entendidas como sociedades de capital, persiguen un fin económico; dicha finalidad es la generación de valor, el cual se alcanza mediante la inversión de recursos (vgr. capital, trabajo, tecnología). E. Estévez (discusión en grupo, julio 2015).

La generación de valor en una empresa en el caso venezolano se ve afectada por la Ley Orgánica de Precios, debido a que su normativa regula el margen de ganancia que es la principal fuente generadora de valor. Esto se debe a que a medida que la inflación aumenta, vender sobre la base de un costo del pasado hace que el nuevo precio sea tal que no se pueda reponer la misma cantidad de inventario, afectando entonces el capital de trabajo.

Además, Venezuela para el año 2011 presenta una inflación acumulada de 27,6%², para el cual el ejecutivo nacional consideró y promulgó el Decreto con Rango, Valor y Fuerza de Ley de Costos y Precios, norma jurídica mediante la cual el ejecutivo pretendía estabilizar o controlar la inflación a través de la estricta regulación de los mecanismos mediante los cuales las empresas determinan el precio de sus productos o servicios.

Justificando el texto legal, se le atribuyó la causa de la inflación a la búsqueda de la acumulación de capital mediante altos márgenes de ganancias. Inclusive en la exposición de motivos del Decreto con Rango, Valor y fuerza de Ley de Costos y Precios Justos publicado en 2011 indica que:

Los abusos flagrantes del poder monopólico en muchos sectores de la economía han originado que la base de la acumulación de capital se materialice en los elevados márgenes de ganancia que implica el alza constante de precios sin ninguna razón más que la explotación directa e indirecta del pueblo. (p.22)

² Datos suministrados por www.bcv.org.ve

Dado el nivel de inflación para finales de 2015 la cual se ubicó en 180,87%² y los márgenes establecidos por la regulación antes mencionada, se genera una incapacidad operativa sobre la empresa debido a que la inflación aumentará sus costos de inventario del período siguiente y cada vez la empresa podrá comprar menos afectando a su sus ingresos y a su vez el valor que ésta posee y genera. Dicho esto se presentan algunas incógnitas como: ¿La regulación establecida, combinada con un entorno altamente inflacionario característico de la economía venezolana, permite la generación de valor económico? y de ser así ¿cuál es la estrategia de negocio que permite generar el aumento del valor?

I.2 OBJETIVOS

I.2.1 Objetivo general

- Entre un conjunto de estrategias de negocio, identificar aquella que permita generar un aumento de valor para una PYME sujeta a la Ley Orgánica de Precios, por medio de un modelo financiero de valoración utilizando el método de flujos de caja descontados, en función de esto determinar cuál estrategia aumenta el valor.

I.2.2 Objetivos específicos

- Analizar las regulaciones impuestas por la Ley Orgánica de Precios que afectan directamente a las PYME's.
- Establecer los supuestos bajo los cuales se simularán las estructuras financieras y de negocio de la PYME modelo para permitir la creación de escenarios.
- Simular los estados financieros de una PYME para determinar la estrategia de negocio que genera valor para la empresa bajo distintos escenarios.
- Realizar la valoración de la empresa mediante el método de los flujos de caja descontados y comparar todos los escenarios para determinar la estrategia de negocio que aumente el valor.

I.3 PREGUNTA DE INVESTIGACIÓN

¿Existe una estrategia de negocios que, bajo los parámetros de la Ley Orgánica de Precios y con un entorno inflacionario, permita a una PYME aumentar su valor?

I.4 HIPÓTESIS

Dado que la Ley Orgánica de Precios no se encuentra adaptada al entorno inflacionario venezolano, existirá una o varias estrategias lícitas de negocios que permitan a una PYME incrementar su valor.

CAPÍTULO II. MARCO TEÓRICO

II.1 ANTECEDENTES.

Existe una variada bibliografía (estudios, leyes, textos y gacetas) donde se explican los tópicos más importantes para el trabajo. Estos tópicos son: valoraciones de empresas, las PYME's y la Ley de Orgánica de Precios, siendo la ley de gran importancia para comprender los límites en la operación económica que se establecen sobre las empresas y aplicarlo a las bases teóricas del modelo empleado en el trabajo para poder generar unas conclusiones.

Comenzando por el tópico de valoración de empresas se menciona el trabajo realizado en la Universidad Católica Andrés Bello en 2007 presentado por María Attasiano Cabrera titulado “Formulación de un Plan Estratégico de una PYME dedicada a comercializar libros, artículos escolares y de oficina.”

Este es el trabajo más representativo que se adjuntará en los antecedentes ya que, mezcla la mayor cantidad de tópicos importantes en una sola publicación. Se desarrolla involucrando a una empresa con más de 30 años fundada pero para mantener el anonimato de dicha empresa la autora decidió denominarla “Librería C.A.”. El objetivo de la investigación es poder hallar un plan estratégico que se pueda aplicar en la organización o dirección de una empresa.

El estudio gira en torno a dos escenarios. En un escenario se plantea realizar un proyecto que consiste en la implementación del sistema automatizado de control para el área de administración y consecuentemente el otro escenario no incluye el proyecto, es decir, la estrategia de negocio de la empresa no se ve afectada.

Para evaluar cuál de los dos escenarios es el que más favorece a la empresa, la investigadora realizó el mismo procedimiento que se utilizará en este trabajo. El estudio de la empresa alcanza un máximo de tres años es decir, que los flujos de caja y todos los demás estados financieros son de sólo tres períodos, a partir de los flujos de caja de estos tres años se determina su valor presente neto (VPN) con una tasa interna de retorno que refleja el costo de oportunidad de esos flujos en el momento presente y la autora logra determinar que el proyecto

crea valor y por ende genera efectivo. Todo esto da a lugar a la planificación estratégica de la “Librería C.A.” luego de los procesos de diagnóstico y análisis realizados en todo el trabajo.

También se ha considerado relevante mencionar el realizado por Patricia Hernández “Valoración como empresa en marcha bajo la metodología del flujo de caja libre descontado” presentado a la Universidad Católica Andrés Bello en 2001. El mencionado estudio utiliza la metodología de flujo de caja libre descontado para medir la capacidad de generar riqueza dentro de una empresa en marcha. En dicho trabajo, la autora expone una serie de conceptos y procesos vinculados a la valoración de empresas, conceptos tales como resultados futuros de la empresa, flujo de caja descontado, valor de reposición y método de elaboración de flujo de caja libre descontado que se asemeja al procedimiento que se utilizará en este trabajo de grado.

Por lo tanto en dicho trabajo el modelo que se realizó cumple con la finalidad de ser un modelo generalizado para varias empresas y que no se limite al estudio de un escaso número de ellas.

El modelo se simuló como ejemplo sobre una empresa de lotería y la autora elaboró varios procedimientos para que cualquier usuario pudiera utilizarlo. Al igual que en nuestra investigación, la de Hernández contiene una cantidad de supuestos y limitaciones necesarias para el desarrollo del trabajo. Entre varias de estas limitaciones la que más resalta, es la dificultad para el modelo de establecer una tasa de descuento ya que, está conformada por dos elementos: la tasa del costo de oportunidad del capital o por sus siglas en ingles *capital asset pricing model (CAPM)* y el costo promedio del capital ponderado (CPCP) o *weighted average cost of capital (WACC)*.

Teniendo claro los detalles de la tasa de descuento, la autora logra su objetivo de representar la realidad dentro del método de valoración y de que dicho método se adapte a la mayor cantidad de empresas posibles. Además de determinar la generación de riqueza de la empresa mediante la valuación, la autora especifica que el modelo permite medir el impacto de las decisiones gerenciales en la creación o destrucción del valor, objetivo relevante en la presente investigación.

Otro estudio que también se puede relacionar con la investigación es el trabajo de grado realizado por María Gabriela Salazar y María Teresa Mora titulado “Estudio de eficiencia económica de la sustitución de diesel por paneles solares como fuente de generación eléctrica en el Parque Nacional Archipiélago Los Roques” (Venezuela 2014). Se puede establecer una relación entre este trabajo y la investigación presente ya que, la forma en la que se establecieron los supuestos para realizar el flujo de caja, la formulación de las proyecciones y el planteamiento de los distintos escenarios, se utilizan como base del modelo teórico planteado en esta investigación. Los resultados de este trabajo son irrelevantes para ser mencionados ya que, lo único que resulta útil para mencionarlo como antecedente son los detalles del modelo.

Uno de los puntos a destacar de este trabajo es la forma de cómo establecieron los escenarios, las diferencias de los escenarios es el tipo de cambio que varía a lo largo de los veinticinco (25) períodos en los que se realiza la investigación. Siendo el presentado por las autoras un proyecto de factibilidad que hace un análisis del Valor Actual de los Costos (VAC), los flujos de caja que se utilizan son sugeridos por un ingeniero. Luego de hacer el estudio, las autoras llegan a la conclusión que es económicamente eficiente la sustitución de diesel por paneles fotovoltaicos como fuente de generación eléctrica en el Archipiélago Los Roques.

Una vez mencionados los estudios en los que se basó la teoría del presente trabajo, podemos pasar a mencionar aquellos libros en los que hemos utilizado para la investigación.

El libro titulado *Damodaran On Valuation*, escrito por el profesor Aswath Damodaran especialista en finanzas corporativas y valoración de empresas. Se trabajó con la primera edición de esta publicación con fecha de 1994. El libro sirvió de guía para poder determinar cuál método es mejor para representar el fenómeno que se estudiará y la forma de cómo se debe interpretar una valoración de forma general y los prejuicios que pueden afectar los procedimientos realizados para determinar el valor de la empresa o del activo en cuestión.

Puntos importantes como la tasa de descuento y el procedimiento del método de flujo de caja libre descontado también son explicados por el autor, además de la estimación de dichos flujos de caja, tasas de crecimiento y tasas de descuento. El autor describe específicamente cómo

debe ser la valuación para una empresa ya que, el libro no solamente está dirigido a la valoración de las firmas sino también de cualquier otro activo.

Otro libro que se revisó fue el titulado *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies* escrito por Tom Copeland, Tim Koller y Jack Murrin de McKinsey & Company Inc. Este es otro título que trata de Valoración pero de una forma distinta, solamente orientada hacia la empresa, sin embargo los componentes teóricos son similares a los de Damodaran.

Los autores abordan el tema de forma que lo relacionan con las estrategias de negocio, lo que encaja para el perfil de la investigación en curso. En el texto se da una justificación de porque el método de flujo de caja descontado es el mejor para valorar empresas ya que, incluye todos los elementos que generan valor. A diferencia del método de los múltiplos que intenta reflejar el valor de mercado de las empresas y genera los resultados en función del pasado de la empresa, mientras que el método de flujo de caja descontados incluye tanto el crecimiento de las ganancias como el retorno del capital, utilizando el futuro para generar una conclusión.

Asimismo todos los procesos de estimación de tasa de descuento, los procedimientos para proyectar flujos de caja e inflación y la estimación de la tasa de crecimiento de las ganancias de la firma, están desarrollados en este título y por esta razón se utilizó como base teórica.

El texto titulado *Strategic Business Planning: A Dynamic System for Improving Performance & Competitive Advantage* de Clive Reading. El libro presenta una serie de herramientas que ayudan a desarrollar una estrategia de negocios que se adapte a los objetivos planteados a mediano y largo plazo ya que, se explica que el objetivo o el propósito final de la firma debe ser el eje central en el cual todas las áreas, factores y recursos de la empresa deben estar enfocados.

En cuanto al presente trabajo, se deberá realizar un plan de negocios enfocado y orientado en la generación de valor. En términos generales, el libro plantea diferentes herramientas para generar un modelo de negocios efectivo o eficiente (dependiendo del objetivo). En la tercera parte del libro, se explican todas las fases para el desarrollo del proceso del plan estratégico, más

adelante cuando se elaboren los escenarios para realizar el modelo se explicará cada uno de los pasos a seguir dados por este libro.

Dicho lo anterior y sabiendo que el tema central de la investigación es comprobar si hay o no una estrategia de negocio que permita generar valor bajo la Ley Orgánica de Precios, entonces este libro sirve de base para elaborar el contexto de negocio en el que la empresa modelo va operar.

II.2 FUNDAMENTACIÓN TEÓRICA.

La base teórica del trabajo se estructuró de la siguiente forma:

- PYME's en Venezuela
- Valor Económico
- Estrategia de Negocio
- Ley Orgánica de Precios
- Situación Cambiaria.

Los fundamentos teóricos del presente trabajo fueron enriquecidos por libros, artículos y gacetas relacionados con cada uno de los puntos estructurados anteriormente.

II.2.1 PYME'S en Venezuela.

Dentro del entorno Venezolano hay una gama amplia de tipos de empresas, desde grandes corporaciones que manejan tanto manufacturas como servicios, hasta micro empresas familiares que no representan la cuarta parte de estas corporaciones (Informe del FUNDES 2010).

En términos generales, la palabra PYME se utiliza cuando quiere referirse a una pequeña o mediana empresa, también se puede utilizar el término MIPYME el cual se refiere a la micro, pequeña y mediana empresa. Esta gama de empresas suelen ser las que tienen más participación

en la economía de un país. En América Latina se encuentra una gran concentración de PYMES entre las diferentes regiones, de acuerdo con el informe desarrollado por el FUNDES³ (2015)

“Las mipymes son el 98% de las empresas de América Latina y casi 8 de cada 10 trabajadores laboran ahí. Sin embargo, sólo aportan entre el 20% y el 50% del PIB de la región.” (p.1).

En el caso de Venezuela, las micro empresas poseen una gran tasa de porcentaje de empleo aproximado de 60% seguidas por la empresa grande con un porcentaje de personas empleadas de 40%⁴.

La participación de la micro empresa en varias regiones de América Latina es notable. En Venezuela, la cantidad de personas empleadas en esta gama de empresas hace que se convierta en un sector empresarial que posee un peso significativo dentro de la economía venezolana.

Se debe distinguir entre las distintas gamas de las empresas, la investigación en cuestión tiene como finalidad demostrar un fenómeno dentro del sector empresarial PYME, que para la legislación venezolana tiene ciertas características. Para que una empresa sea considerada como una PYME según el Decreto con Rango Valor y Fuerza de Ley de Reforma del Decreto con Rango Valor y Fuerza de Ley para la Promoción y el Desarrollo de la Pequeña y Mediana Industria y Unidades de Propiedad Social (2014):

Toda unidad organizada jurídicamente con la finalidad de desarrollar un modelo económico productivo mediante actividades de transformación de materia prima en insumos, en bienes industriales elaborados o semielaborados, dirigidas a satisfacer las necesidades de la comunidad.

Se considerará Pequeñas Industrias a aquéllas que tengan una nómina promedio anual de hasta cincuenta (50) trabajadores y una facturación anual de hasta doscientas mil Unidades Tributarias (200.000 UT).

³ Fundación de Desarrollo Sostenible: Organización internacional que promueve el desarrollo de la MIPYME

⁴ Fuente: Informe del FUNDES presentado en 2015, Gráfico Empleo por empresa (p.5)

Se considerará Mediana Industria a aquellas que tengan una nómina promedio anual desde cincuenta y un (51) hasta cien (100) trabajadores y una facturación anual desde doscientas mil una Unidades Tributarias (200.001 UT) hasta quinientas mil Unidades Tributarias (500.000 UT). (p.3)

Además del concepto de PYMES aportado por la legislación venezolana, las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) poseen una descripción que para objeto del presente estudio complementa la definición hasta ahora descrita.

Para las NIIF se entiende como PYME a una entidad sin obligación pública de rendir cuentas, esto quiere decir que ninguno de sus instrumentos de deuda o de patrimonio se negocian en un mercado público como lo son los mercados financieros.

Asimismo las PYMES solo publican estados financieros con propósito de información general, para usuarios externos (NIIF para las PYMES, p.15)

En este trabajo se colocará bajo estudio a una PYME modelo que sea congruente con la definición descrita en este capítulo y que esté dentro del rango impuesto por la legislación Venezolana, en función del número de trabajadores promedio en nómina y la facturación anual medida en unidades tributarias (UT).

II.2.2 Valor Económico.

El concepto de valor puede tener distintos significados dependiendo de cuál teoría del valor sea observada.

El tipo de valor con el cual se va a trabajar es el de “valor económico”, dicho valor es el punto de partida de la investigación ya que, es el tipo de valor que se cree puede ser afectado por la Ley Orgánica de Precios.

Se entiende como “valor económico” a la utilidad contable percibida por la empresa al momento de comercializar y vender un producto o servicio dentro de un mercado. Por otro lado, se tiene el concepto de beneficio económico que está asociado con el remanente una vez pagados todos los costes explícitos e implícitos (Diccionario de administración y finanzas J.M. Rosenberg, p.41), y dicho beneficio sólo podrá ser evaluado luego del cese de operaciones de la firma.

Otro concepto relacionado con valor económico es el de ganancia, este concepto puede ser considerado un sinónimo del beneficio económico. La utilidad es un término que contablemente se entiende como el remanente del pago de todos los gastos (Diccionario de administración y finanzas J.M. Rosenberg, p.428). Todos los conceptos antes mencionados se relacionan y son muy similares al de “valor económico”.

Las finanzas corporativas tienen como objetivo determinar y maximizar el valor de los accionistas, es decir si su rentabilidad generada supera su rentabilidad esperada.

Es importante no confundir el término de valor económico que se está utilizando en la investigación debido a que se pueden mal interpretar los resultados analizados en la Capítulo IV.

“Una empresa tiene distinto valor para diferentes compradores y para el vendedor. El valor no debe confundirse con el precio, que es la cantidad a la que el vendedor y un comprador acuerdan utilizar una operación” (Fernandez, 2008) (p.2)

Repasando lo mencionado anteriormente, en la investigación se estudiará el valor económico generado por la PYME que a su vez tiene relación con la capacidad de generación de efectivo y esto será verificado a través de un modelo de valuación de valores absolutos como lo es el método de flujos de caja descontados.

II.2.3 Estrategia de Negocio.

En la búsqueda del aumento de valor económico dentro de la empresa, se va a definir una estrategia de negocio; como la misma palabra lo describe, es un plan que se lleva a cabo para

llegar al objetivo establecido dentro de una empresa. Todas las empresas poseen una estrategia de negocio que para Reading (2002) consiste en “establecer la dirección del negocio, una dirección en la que cada quien, ejecutivos y empleados puedan comprometerse con cumplirla”. Los elementos para elaborar una estrategia de negocios son infinitos, sólo hay que establecer un objetivo y en función de ese objetivo elaborar un plan estratégico para conseguirlo.

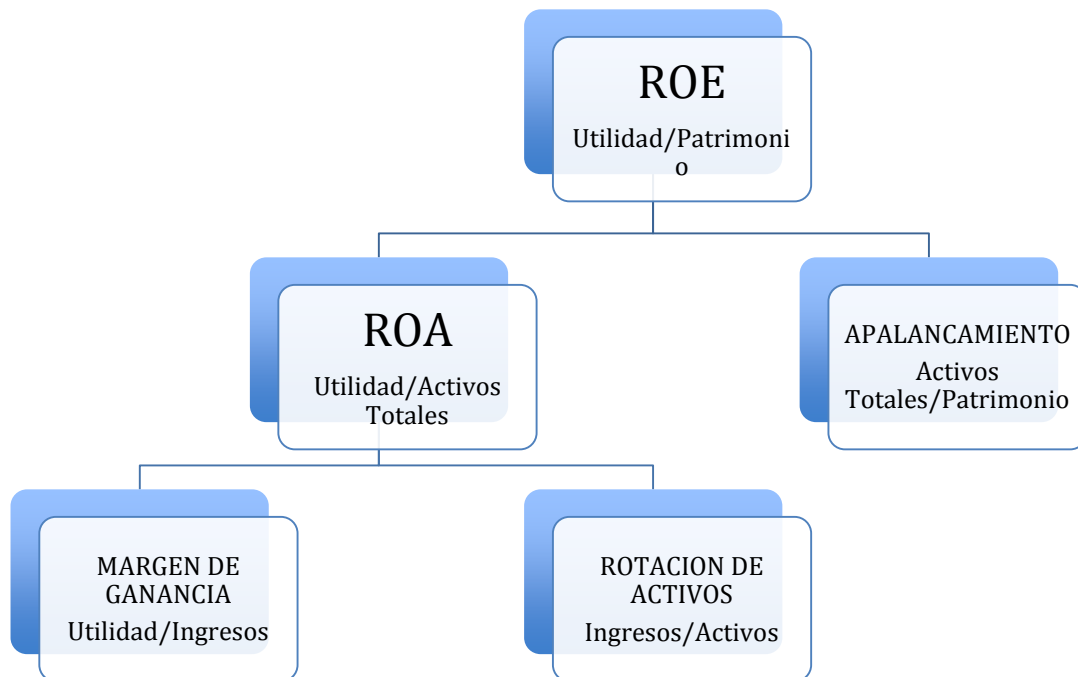
Cada una de estas estrategias se moldea en función de los objetivos, características y contexto económico en el que se encuentre la empresa. Sabiendo entonces que la estrategia de negocio está moldeada en función del objetivo perseguido entonces, ésta también tiene que tomar en cuenta las características de dicho objetivo, es decir, la estrategia de negocio de la empresa modelo estará adaptada al aumento de valor económico.

En la presente investigación se utilizarán distintas variantes de estrategias de negocios mezcladas con distintos escenarios inflacionarios y así poder corroborar mediante el método de flujo de caja descontados si el valor económico de la empresa podría aumentar en el tiempo, sujeto a las restricciones de la Ley Orgánica de Precios.

Considerando lo anterior se enfoca este tema de la estrategia de negocio a través del sistema DuPont de análisis de la Rentabilidad Económica o ROA por sus siglas en inglés (*Return on Assets*) y la Rentabilidad Financiera o ROE (*Return on Equity*). Este método es sencillo y engloba los aspectos más relevantes de lo que debería ser la estrategia para mejorar la rentabilidad contable a nivel de patrimonio, asimismo es sencillo y muy visual.

El análisis de DuPont se enfoca en la rotación de los activos de la empresa, en su apalancamiento financiero y del margen de utilidad, estas tres variables son aquellas que hacen generar riqueza a una empresa.

Gráfico N° 1 Diagrama de DuPont



Fuente: Elaboración propia

Explicando el gráfico N° 1: el ROE muestra el retorno de los accionistas antes de impuestos es decir, se divide todo el beneficio del accionista por todo lo que han hecho como aporte propio y el resultado es la razón de rentabilidad financiera. El ROA muestra el retorno de capital o mejor dicho del activo total, se divide el beneficio económico por el activo total y esto da como resultado la razón de rentabilidad económica.

(1)

$$\text{Índice DuPont} = (\text{Utilidad neta/Ventas}) * (\text{Ventas/Activo Total}) * (\text{Activo Total/Patrimonio})$$

Las estrategias de negocio de la empresa modelo van a estar centradas en dos de estas tres variables que desprende el diagrama: en la rotación de activos y en el apalancamiento. El margen de ganancia no puede ser un objetivo de estrategia de negocio ya que, está regulado por la Ley Orgánica de Precios. La empresa al encontrarse sobre alto entorno inflacionario presenta la problemática descrita en el Capítulo 1. En este estudio se pretende dar respuesta al problema

planteado. Realizando un análisis anticipado se puede intuir que la solución estará entre el manejo de la rotación de inventario y del apalancamiento.

Otro aspecto relevante es la estrategia de almacenaje que juega un papel clave al momento de determinar una estrategia de negocio óptima. La estrategia de almacenaje la va a determinar el modelo de cantidad fija de pedido (Modelo Q).

El modelo de cantidad fija de pedido busca determinar dos puntos, el primero se conoce como el punto R, que representa el momento en el que se realiza el pedido es decir, se toma un nivel de inventario mínimo y cuando la existencia sea menor que ese nivel de inventario R, la empresa sabrá que es momento de realizar el pedido para reponer el inventario faltante. A su vez, este punto Q se puede definir como la cantidad de inventario que se va a reponer una vez llegado al punto R. El modelo entonces funciona de la siguiente manera, cada vez que la existencia llegue al punto R se va a realizar un pedido de cantidad fija Q tomando en cuenta el tiempo que el pedido tardará en llegar a los almacenes.

En el gráfico N° 2 se puede ver cómo funciona este modelo de cantidad fija de pedido. El eje vertical representa la existencia en cantidades nominales y el eje horizontal representa el tiempo, y la línea graficada dentro de los ejes representa el comportamiento del inventario. Cuando los niveles de inventario tocan el punto R, se realiza un pedido de cantidad fija Q y este tarda en ser despachado un periodo de tiempo L, este ciclo se va repitiendo dándole forma de sierra a la línea graficada.

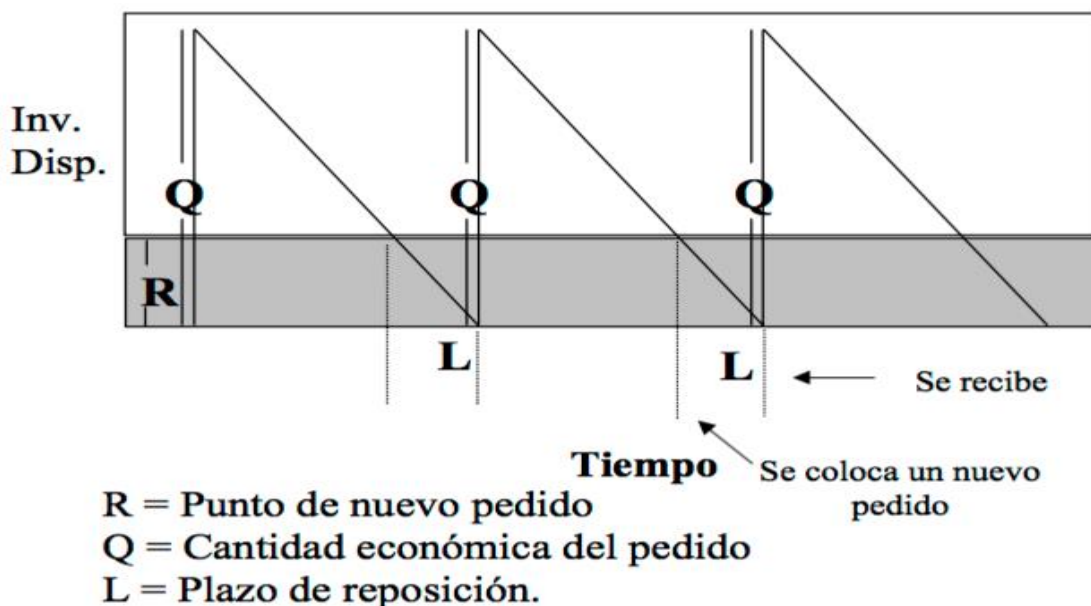
Este modelo tiene ciertos supuestos para su funcionamiento:

- El precio unitario del producto es constante.
- El tiempo que tarda el pedido en ser ordenado y ser entregado es constante.
- La demanda del producto es constante.

- Las demandas de productos serán satisfechas⁵.

Más adelante se explicará cómo se adaptarán dichos supuestos a la investigación en cuestión.

Gráfico N° 2 Funcionamiento del Modelo Q



Fuente: Imagen extraída del manual de la cátedra de producción I, capítulo 9, página 7, teoría de inventarios, Universidad Nacional de la Plata, Facultad de Ingeniería, Argentina.

Dada la Ley Orgánica de Precios donde no se puede añadir más del 30% de ganancia al costo de un determinado producto, la ley evita que las empresas se protejan contra la inflación almacenando productos ya que no pueden trasladar el incremento de los precios al producto almacenado y es en esta instancia donde alguna estrategia de negocio atada a los argumentos teóricos explicados, debe actuar para poder generar valor bajo estas limitaciones.

Una vez mencionado lo anterior, se puede afirmar que cubrir la demanda futura es clave ya que, depender enteramente de la compra y distribución en el mismo período no corresponde con la realidad debido a que los costos de realizar la operación de esta manera pueden ser altos y

⁵ Fuente: Información extraída del manual de la cátedra de producción I, capítulo 9, página 7, teoría de inventarios, Universidad Nacional de la Plata, Facultad de Ingeniería, Argentina.

se incurre en el riesgo de que no pueda obtenerse todo el inventario deseado para cubrir la demanda de dicho período y de esta manera dejando de generar ingreso.

II.2.4 Ley Orgánica de Precios.

Para comprender la Ley Orgánica de Precios hay que dar una vista a sus antecedentes:

Con la entrada en vigencia de la Constitución de la República Bolivariana de Venezuela (diciembre de 1999), y la consagración de un Estado Social Democrático de Derecho y de Justicia (Art. 2), en oposición al tradicional Estado Liberal, los Poderes Públicos se han entendidos habilitados para intervenir en todos los aspectos relacionados con sus ciudadanos.

La habilitación a la cual hacemos referencia ha sido incluso avalada por nuestro Máximo Tribunal, quien al momento de referirse al alcance del nuevo modelo pautado para el Estado venezolano, señaló en la Sentencia N° 85, emanada de la Sala Constitucional del Tribunal Supremo de Justicia (TSJ), en fecha 24 de enero de 2002, con ponencia del Magistrado Jesús Eduardo Cabrera Romero, caso Asociación Civil Deudores Hipotecarios de Vivienda Principal (ASODEVIPRILARA):

Ahora bien, este concepto de Estado Social de Derecho, no está limitado a los derechos sociales que la Constitución menciona expresamente como tales, ya que de ser así dicho Estado Social fracasaría, de allí que necesariamente se haya vinculado con los derechos económicos, culturales y ambientales. Estos últimos grupos de derechos buscan reducir las diferencias entre las diversas clases sociales, lo que se logra mediante una mejor distribución de lo producido, un mayor acceso a la cultura, un manejo lógico de los recursos naturales, y por ello el sector público puede intervenir en la actividad económica, reservarse rubros de esa actividad, permitiendo a los particulares actuar en ellas mediante concesiones, autorizaciones o permisos, manteniendo el Estado una amplia facultad de vigilancia, inspección y

fiscalización de la actividad particular y sus actos, por lo que la propia Constitución restringe la libertad de empresa consagrada en el artículo 112.

Para el más alto representante del Poder Judicial en la Sentencia N° 85, emanada de la Sala Constitucional del TSJ, en fecha 24 de enero de 2002.

También es necesario apuntar que derechos como el de propiedad o el de la libre empresa no quedan abolidos en un Estado Social, sino que quedan condicionados en muchas áreas, al interés social, y en ese sentido deben interpretarse las leyes, toda vez que “...el fortalecimiento de la sociedad requiere del fortalecimiento del propio Estado. Pero no ciertamente de ‘cualquier Estado’, sino de uno que realice los valores democráticos y que reconociendo sus responsabilidades públicas, sea capaz también de aceptar sus límites (Repensando lo Público a través de la Sociedad. Nuevas Formas de Gestión Pública y Representación Social. Nuria Cunill Grau. Nueva Sociedad, pág. 17).

Amparado en lo anterior, el Presidente Hugo Rafael Chávez Frías promulgó en fecha 18 de julio de 2011 (G.O. 39.715) el Decreto con Rango, Valor y Fuerza de Ley de Costos y Precios, Norma Jurídica mediante la cual el Ejecutivo pretendía regular los mecanismos mediante los cuales las empresas determinan el precio de sus productos o servicios.

Para justificar el nuevo texto legal, el Ejecutivo atribuyó a los llamados sobre-precios la causa de la inflación. Tan es así, que de conformidad con su Exposición de Motivos, el margen de ganancia de las empresas es:

... el que produce niveles de inflación exacerbados, que terminan erosionando no solo el poder adquisitivo de la población sino el potencial de las pequeñas y medianas empresas (PYME's) y con el comercio minorista, impidiendo el desarrollo económico de alternativas productivas y de mayor número de iniciativas empresariales.

La Ley de Costos y Precios fue derogada y sustituida por el Decreto con Rango, Valor y Fuerza de Ley Orgánica de Precios (G.O. 40.340 de fecha 23 de enero de 2014), texto con el cual se pretendió enfatizar la intervención del Estado en la fijación de precios, manteniendo que bajo ningún supuesto el margen de ganancia por la venta de un producto o prestación de un servicio debe exceder los 30 puntos porcentuales sobre la estructura de costo.

La Ley Orgánica de Precios, que en su totalidad impone ciertas restricciones a la forma de hacer negocios para las empresas en general incluyendo las PYME's en Venezuela. La Gaceta Oficial No. 40.340, 23 de enero de 2015 presenta la mencionada ley:

Capítulo IV, Artículo 32, Margen Máximo de Ganancia.

El margen máximo de ganancia será establecido anualmente, atendiendo criterios científico, por la SUNDDE, tomando en consideración las recomendaciones emanadas de los Ministerios del Poder Popular con competencia en las materias de Comercio, Industrias y Finanzas. En ningún caso, el margen de ganancia de cada actor de la cadena de comercialización excederá de treinta (30) puntos porcentuales de la estructura de costos del bien o servicio. La SUNDDE podrá determinar márgenes máximos de ganancia por sector, rubro, espacio geográfico, canal de comercialización, actividad económica o cualquier otro concepto que considere, sin que estos superen los máximos establecidos en el presente artículo. A fin de favorecer las industrias nacientes, o fortalecer alguna industria existente, el Presidente o Presidenta de la República en Consejo de Ministros, podrá revisar y modificar el margen máximo de ganancia regulado en esta Ley, considerando las recomendaciones de la Vicepresidencia Económica de Gobierno o de la SUNDDE. La falta de fijación expresa del margen máximo de ganancia dictado por la SUNDDE, no implicará el incumplimiento, omisión o flexibilización de los precios previamente establecidos por el Ejecutivo Nacional, a los productos fabricados, obtenidos o comercializados por los sujetos de aplicación de la presente Ley. (p.5)

Para el 12 de Noviembre de 2015 la Presidencia de la República emite el Decreto N° 2.092 mediante el cual dicta el Decreto con Rango Valor y Fuerza de Ley Orgánica de Precios

Justos, la presente ley deroga el Decreto con Rango Valor y Fuerza de Ley Orgánica de Precios Justos publicada en la Gaceta Oficial N° 40.340 de fecha 24/01/2014. El Capítulo IV de la nueva ley presenta una diferencia importante en términos de la investigación.

Artículo 27, Modalidades de precios.

La política de Precios Justos, está dirigida a los bienes y servicios que se comercialicen en el mercado nacional. La Superintendencia Nacional para la Defensa de los Derechos Socioeconómicos (SUNDDE), atendiendo a los lineamientos emanados del Ejecutivo Nacional, establecerá los precios de los bienes y servicios que considere necesarios, en aras de garantizar su disponibilidad y accesibilidad a la población.

La política nacional de precios justos comprenderá, al menos, las categorías de precio justo y precio máximo de venta. El precio justo solo podrá ser determinado y fijado por la Superintendencia Nacional para la Defensa de los Derechos Socioeconómicos (SUNDDE). El precio máximo de venta al público podrá ser determinado y fijado por el productor o importador del bien, o por el prestador de servicio, pudiendo ser determinado o fijado también de oficio por la Superintendencia. Ambas modalidades de precios constituirán categorías del precio más alto que pueda asignarse a los bienes y servicios respecto de los cuales se determinaren y fijaren.

Esta restricción al modelo crea un problema cuando se introducen entornos inflacionarios ya que, la Ley no toma en cuenta dicha inflación, he aquí el objeto del problema que se investigará.

Otras restricciones que se consideran relevantes, son las presentadas en la Gaceta Oficial No. 40.351, del 7 de Febrero de 2014 a través de la providencia administrativa mediante la cual se fijan criterios contables generales para la determinación de precios justos:

Artículo 2, Apartado 12, Criterios.

Los sujetos de aplicación incorporarán a la estructura de costos de producción del

bien o prestación del servicio, determinada conforme a la presente providencia administrativa aquellos gastos ajenos a la producción, gastos del ejercicio hechos en el país, causados en el ejercicio, considerados normales y necesarios para la realización de sus operaciones medulares. En ningún caso la cantidad de gastos ajenos a la producción incorporados a la estructura de costos excederá del doce con cinco décimas por cien (12,5%) del costo de producción del bien o de la presentación del servicio del ejercicio determinada antes de la incorporación de los gastos ajenos a la producción. (p.3)

El artículo 2 afecta directamente al modelo ya que, en el apartado 12 se señala cómo se debe llevar a cabo el cálculo del precio y se impone la fracción que se puede adicionar como costo de producción al precio final del producto por concepto de gastos.

Para entender el problema planteado en el trabajo, hay que hacer una relación entre la Ley Orgánica de Precios y la inflación, como mencionamos anteriormente para el ejecutivo la inflación es provocada por los altos márgenes de ganancia que pretenden obtener las empresas que operaban en el entorno nacional y con la Ley Orgánica de Precios.

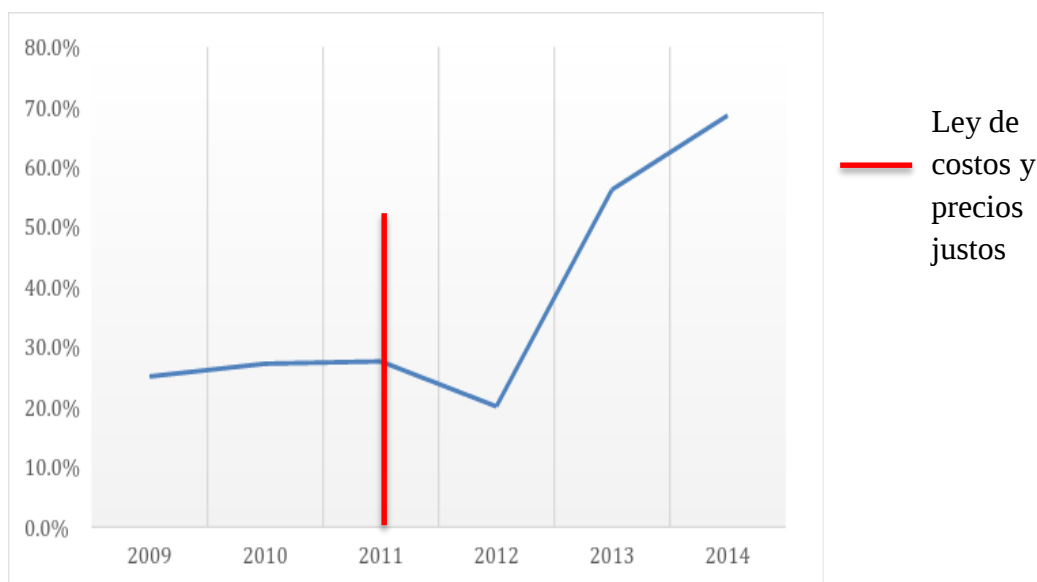
Cuando se observan los datos de la inflación otorgados por el BCV y por algunas de instituciones internacionales como el Fondo Monetario Internacional (FMI), se puede llegar a la conclusión que la medida tomada por el ejecutivo para combatir la inflación no tuvo efecto ya que, como se puede observar en el gráfico, la inflación en Venezuela siempre se ha caracterizado por ser alta en comparación con los demás países de su región pero a partir del 2011 el proceso inflacionario se ha ido acelerando, en contradicción con las intenciones de la Ley.

Para finales de 2010 la inflación acumulada anual (diciembre 2009 a diciembre 2010) se ubicó en 27,2% siguiendo una tendencia creciente, en julio de 2011 la inflación había acumulado 13%. La implementación de la Ley de Costos y Precios era una medida que se consideraba necesaria para frenar este crecimiento de la inflación.

No obstante luego de puesta en marcha dicha norma, la inflación siguió acumulando y para Julio de 2012 se ubicaba en 19,4 (Julio de 2011 a Julio 2012) y cerrar el 2012 ubicándose 20,1% (diciembre 2011 a diciembre 2012), valor que se ve disminuido en comparación con la

inflación del 2010⁶.

Gráfico N° 3 Comportamiento anual de la inflación en Venezuela



Fuente: Datos del BCV y elaboración propia.

Sin embargo, luego de 2012 se ve un proceso de crecimiento inflacionario notable para lograr comprobar teóricamente que la Ley de Costos y Precios Justos y su precursora la Ley Orgánica de Precios no toman en cuenta el fenómeno inflacionario que hay en Venezuela.

II.2.5 Situación cambiaria.

Es importante destacar la actualidad cambiaria de Venezuela, porque es un pilar importante para la construcción del modelo y el análisis de resultado que será propuesto más adelante.

En el Convenio cambiarios N° 33 publicado en Gaceta Oficial Extraordinaria N° 6171 el 10 de febrero de 2015 se mencionan las normas por las cuales se regirá el Sistema Marginal de Divisas (SIMADI). Una de las normas mas relevantes es la capacidad que se tendrá de reconocer costos de mercancía importada a la tasa de cambio a que hace referencia este convenio:

⁶ Datos suministrado por www.bcv.org.ve y cálculos propios.

Artículo 24.

Diariamente, el Banco Central de Venezuela publicará en su página Web, el tipo de cambio de referencia correspondiente al tipo de cambio promedio ponderado de las operaciones transadas durante cada día en los mercados a los que se refieren los Capítulos II y IV del presente Convenio Cambiario. – Página 7

Artículo 28.

A partir de la entrada en vigencia del presente Convenio Cambiario, las obligaciones tributarias establecidas en leyes especiales, así como las tarifas, comisiones, recargos y precios públicos que hayan sido fijados en la normativa correspondiente en dólares de los Estados Unidos de América o en otra divisa, podrán ser pagadas alternativamente en la moneda extranjera en que están denominadas, en su equivalente en otra divisa conforme a la cotización publicada al efecto por el Banco Central de Venezuela, o en bolívares aplicando para ello el tipo de cambio de referencia al que alude el artículo 24 del presente Convenio Cambiario, que rija para la fecha de la respectiva liquidación; salvo que la normativa especial que rija la obligación respectiva establezca la forma específica del pago para su extinción, atendiendo a lo previsto en el artículo 116 del Decreto con Rango, Valor y Fuerza de Ley del Banco Central de Venezuela. – Página 9

Para el 2016 en Venezuela se utilizan dos tipos de cambio, un tipo de cambio protegido para los bienes y servicios de primera necesidad y un tipo de cambio “flotante” para todas las demás operaciones en divisas.

En el Convenio cambiario N°35 publicado el 09 de Marzo de 2016 por el Banco Central de Venezuela, describe el nuevo sistema cambiario que estará vigente. El sistema se basa en dos tipos de cambio, el tipo de cambio protegido (DIPRO) y el tipo de cambio flotante (DICOM). En el artículo 1 del mencionado convenio se hace referencia al primer tipo de cambio:

Artículo 1. A partir de la entrada en vigencia del presente Convenio Cambiario, se

fija el tipo de cambio protegido en nueve bolívares con novecientos setenta y cinco céntimos (Bs. 9,975) por dólar de los Estados Unidos de América para la compra, y en diez bolívares (Bs. 10,00) por dólar de los Estados Unidos de América para la venta. Asimismo, se fija a partir de la entrada en vigencia del presente Convenio Cambiario, en diez bolívares (Bs.10,00) por dólar de los Estados Unidos de América el tipo de cambio para el pago de la deuda pública externa.

El tipo de cambio DICOM se hace referencia a partir del artículo 10:

Artículo 10. Las operaciones de venta de divisas efectuadas a las instituciones internacionales con las cuales la República haya suscrito acuerdos o convenios internacionales, a las que se refiere el artículo 19 del Convenio Cambiario N° 1 del 5 de febrero de 2003, serán efectuadas al tipo de cambio complementario flotante de mercado, vigente para la fecha de la liquidación de la respectiva operación; igual tipo de cambio se aplicará a las operaciones de compra de divisas realizadas a tales instituciones, reducido en cero coma veinticinco por ciento (0,25%).

Las operaciones de venta de divisas efectuadas a las instituciones internacionales con las cuales la República haya suscrito acuerdos o convenios internacionales, a las que se refiere el artículo 19 del Convenio Cambiario N° 1 del 5 de febrero de 2003, serán efectuadas al tipo de cambio complementario flotante de mercado, vigente para la fecha de la liquidación de la respectiva operación; igual tipo de cambio se aplicará a las operaciones de compra de divisas realizadas a tales instituciones, reducido en cero coma veinticinco por ciento (0,25%). Las operaciones de venta de divisas efectuadas a las Representaciones Diplomáticas, Consulares, sus funcionarios, así como de funcionarios extranjeros de los Organismos Internacionales, debidamente acreditados ante el Gobierno Nacional, se efectuarán al tipo de cambio complementario flotante de mercado, vigente para la fecha de la liquidación de la respectiva operación; igual tipo de cambio se aplicará a todas las operaciones de compra de divisas realizadas a los sujetos indicados en el presente artículo, reducido en cero coma veinticinco por ciento (0,25%), las cuales se harán a través de los operadores cambiarios respectivos.

La fundamentación teórica de la situación cambiaria venezolana será de utilidad para dar validez a varias supuestos que se van a establecer dentro del modelo y para sustentar las los resultados y conclusiones de la investigación.

II.3 DEFINICIONES.

En este apartado se abordarán varios conceptos que son de alta importancia para la investigación y no se han mencionado hasta el momento.

II.3.1 Inflación

Se entiende como un proceso en el cual los precios de una economía poseen un crecimiento sostenido durante un período de tiempo determinado. La inflación tiene como consecuencia la pérdida de valor del papel moneda, afectando así el poder adquisitivo de quien utiliza la moneda. (Diccionario de administración y finanzas J.M. Rosenberg, p.221)

II.3.2 Producto Interno Bruto.

El Producto Interno Bruto (PIB) es el valor de todos los bienes y servicios finales producidos en la economía en un determinado período de tiempo. El PIB es el indicador básico de la actividad económica. (Macroeconomía, Dornbusch p.9). Existen dos tipos de PIB nominal y PIB Real, el nominal mide la producción de todos los bienes y servicios de la economía a los precios vigentes del período, en cambio el real representa la producción de varios años tomando un año como base. En la presente investigación se utilizará el PIB real debido a que es aquel que está relacionado con el crecimiento económico de un país.

II.3.3 Tasa de Descuento.

Se define como el costo de oportunidad de los flujos presentes a los flujos futuros, dicha tasa de descuento se utiliza al momento de emplear valor actual en el método de flujo de caja descontado (Fernández, 2011). Uno de los principales factores para obtener la tasa de descuento es saber con qué tipo de flujo de caja se está trabajando, en esta investigación se utiliza un flujo de caja libre.

Dicha tasa de descuento será la tasa WACC por sus siglas en inglés *Weighted Average Cost Of Capital* que tiene como componente la tasa de costo de oportunidad del capital explicada por Damodaran (1994) que involucra el *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) o Modelo de Valoración de Activos Financieros por sus siglas en español.

II.3.4 Costo de Inventario

Se entiende como costo de inventario al precio de compra de la mercancía que se procederá a vender al consumidor final. Para el cálculo del mismo se tiene que tomar en cuenta todos los demás costos que incluyen el manejo de inventario como lo sería el costo de almacenaje (costos del almacén, costos por pérdidas en almacenaje). En la presente investigación esta variable presenta notable importancia debido a que en ella se centra parte del problema e investigación. (Colegio de Contadores Públicos del Distrito Capital, Guía ilustrativa, NIIF para las PYMES, p.39)

El concepto de costo de inventario está relacionado con el de costo de reposición de inventario, la relación recae en el momento en el cual se refiere a cada uno de los dos conceptos. Si estamos hablando del mismo período donde se encuentra la empresa, se denomina costo de inventario, en cambio si hablamos del período siguiente en el que se encuentra la compañía nos referimos al costo de reposición de inventario es decir, el costo futuro que incurrirá la empresa para conseguir las mismas cantidades de inventario.

II.3.5 Valor Neto Realizable

Para las Normas Internacionales de la Contabilidad N°2 (NIC 02) este concepto se refiere al margen neto que la empresa espera obtener por la venta de sus inventarios, este es un valor específico que la empresa toma en cuenta.

Es el precio estimado de venta de un activo en el curso normal de la explotación, menos los costes estimados para terminar su producción y los necesarios para llevar a cabo la venta. (NIC 02. Para las Normas Internacionales de la Contabilidad N°2 (NIC 02; p.3)

Para la presente investigación este concepto toma una importancia relevante debido a que el valor neto realizable de la empresa tiene un papel determinante en el planteamiento del problema.

II.3.6 Gastos Operativos

La empresa o la PYME en cuestión necesita de ciertos gastos para poder funcionar adecuadamente, por ejemplo: gastos de alquiler (si se posee un local), luz, teléfono etc. A éstos, se le denominan gastos operacionales. (Diccionario de administración y finanzas J.M. Rosenberg, p.201)

II.3.7 Flujo de Caja.

Es el estado financiero más importante cuando se habla de finanzas, es aquél que demuestra si la empresa está generando efectivo. Se usará para realizar proyecciones y luego para aplicar el método de flujo de caja descontados y traer dichos flujos al momento presente y comparar. Durante la investigación se utilizará un flujo de caja libre. (Colegio de Contadores Públicos del Distrito Capital, Guía ilustrativa, NIIF para las PYMES, p.9)

II.3.8 Financiamiento.

La definición será la misma de préstamo amortizable debido a las características que ésta herramienta posee, en el capítulo IV se especificará a detalle. Captación por parte de las empresas de recursos que no provengan de sus actividades, es decir, de fuentes de financiación externas que permitan que dicha empresa pueda desarrollar sus actividades. Este financiamiento en su mayor parte provendrá de alguna institución bancaria que esté dispuesta a realizar préstamos a una respectiva tasa de interés. Esta variable será un objeto de la estrategia de negocio como ya explicamos antes en el análisis de DuPont. (Diccionario de administración y finanzas J.M. Rosenberg, p.322)

II.3.9 Inventario.

Se puede definir como una partida no monetaria que tiene como función representar la existencia de productos en los estados financieros de la empresa. Según el diccionario de administración y finanzas de J.M. Rosenberg, es una técnica contable para el registro de variaciones en las existencias, incluyendo las ventas, compras, bajas, etc., a su valor de menudeo. Las compras se registran a su precio de coste. Para la presente investigación, esta variable cobra bastante relevancia desde el punto de vista orientado al modelo y las características de la empresa, siendo una comercializadora su negocio en esencia consiste en el buen manejo del inventario.

II.3.10 Tasa de Crecimiento del Flujo de Caja Perpetuo (g).

Esta tasa es vital para la valoración ya que es uno de los factores que determinan el valor de continuidad y este representa aproximadamente el 50% del valor de la empresa. La tasa “g” no tiene una forma estándar de calcularse, pero de igual forma tiene que poseer argumentos válidos para su cálculo, una de las formas más comunes de representarla es con un promedio del crecimiento del flujo de caja libre durante el tiempo en el que se realiza el estudio.

(www.idylia.net, Oscar Sánchez Vela, 2014)

II.3.11 Valor de Continuidad.

Se puede definir como aquel valor que posee la empresa al final del periodo de estudio, dicho valor tiene que ser traído al valor actual y así poder realizar el proceso completo de valoración. Este valor de continuidad o valor residual se utiliza en los modelos descontados, si se decidiera vender la empresa luego de proyectar los flujos de caja hasta el quinto año por ejemplo (suponiendo que el estudio solo se hace desde el año 1 al año 5) el valor al que equivaldría la empresa en ese momento traído a valor actual sería el valor de continuidad. La fórmula a utilizar es la siguiente:

(2)

$$\text{Valor de Continuidad} = \text{FCLn}/(\text{WACC}-g)$$

II.3.12 Paridad del Poder Adquisitivo.

Es una teoría que demuestra la consistencia en las diferencias de los tipos de cambio de dos países con sus niveles inflacionarios respectivos.

“Según la teoría de la paridad del poder adquisitivo, las variaciones de los tipos de cambio reflejan principalmente las diferencias entre las tasas de inflación de los distintos países” (Dornbusch, Macroeconomía, p.711)

De esta manera se pueden analizar los bienes y servicios de cada país y determinar si los precios domésticos son similares a los precios internacionales del mismo bien. Si la (PPA) se cumple, todo precio doméstico al ser dividido por su tipo de cambio debería ser igual al precio internacional.

II.3.13 Hiperinflación.

La hiperinflación es un fenómeno que ocurre cuando los niveles inflacionarios son excesivamente altos y esto causa una pérdida en el valor real de la moneda del país en cuestión. Las características que se deben cumplir para identificar un proceso hiperinflacionario son definidas por las NIIF para las Pymes en su página 201:

- La población en general prefiere conservar su riqueza en forma de activos no monetarios, o en una moneda extranjera relativamente estable. Los importes de moneda local conservados son invertidos inmediatamente para mantener la capacidad adquisitiva.
- La población en general no toma en consideración los importes monetarios en términos de moneda local, sino en términos de una moneda extranjera relativamente estable. Los precios pueden establecerse en esa moneda.
- La tasa acumulada de inflación a lo largo de tres años se aproxima o sobrepasa el 100 por ciento.

Dicho esto se considera a Venezuela como una economía hiperinflacionaria ya que las características mencionadas se cumplen.

II.3.14 Indicadores de liquidez.

Estas razones permiten conocer la capacidad de la empresa de cumplir sus obligaciones en el corto plazo:

(3)

$$\text{Razón de Liquidez} = \text{Activo Circulante} / \text{Pasivo Circulante}$$

(4)

$$\text{Razón ácida} = (\text{Activo corriente} - \text{Inventario}) / \text{Pasivo Corriente}$$

(5)

$$\text{Razón súper ácida} = \text{Efectivo} / \text{Pasivo Corriente}$$

(6)

$$\text{Capital de Trabajo} = \text{Activo Circulante} - \text{Pasivo Circulante}$$

Estas son las principales razones de liquidez que se aplicarán al modelo de la presente investigación.

II.3.15 Indicadores de Solvencia.

Estos indicadores permiten evaluar la capacidad de la empresa de cubrir sus obligaciones a largo plazo.

(7)

$$\text{Endeudamiento} = \text{Pasivos} / \text{Activos}$$

(8)

$$\text{Apalancamiento} = \text{Pasivos} / \text{Patrimonio}$$

Estos indicadores de solvencia se utilizarán para evaluar la situación de la empresa en un momento determinado.

II.3.16 Valor nominal.

“Expresión que indica que el valor se encuentra expresado en términos corrientes”. Básicamente esta se refiere a que los valores están expresados en términos actuales. (Diccionario de administración y finanzas - Página 279)

II.3.17 Valor real.

Esta expresión indica que el valor se encuentra expresado en términos constantes. Es decir, “Se aplica al precio de los bienes y servicios en un período base” (Diccionario de administración y finanzas - Página 101)

II.3.18 Modelo Z de Altman

El modelo Z de Altman es el resultado de una prueba de la fortaleza de una compañía con respecto a su capacidad de mantener los pagos y operaciones. También es de utilidad para evaluar que tan cerca está la empresa de caer en una situación de quiebra. Este índice está fundamentado en 5 ratios financieros que pueden ser calculados con los estados financieros de las empresas⁷.

⁷ Fuente: Investopedia. - <http://www.investopedia.com/terms/a/altman.asp>

(9)

$$\text{Z-Score} = 1,2A + 1,4B + 3,3C + 0,6D + 1,0E$$

Donde:

A= Capital de trabajo/Total activo Peso: 1.2

B= Utilidades no distribuidas/Total activo Peso: 1.4

C= EBITDA/Total activo Peso: 3.3

D= Valor total de las acciones/Pasivo circulante Peso: 0.6

E= Ventas/Total activos Peso: 1.0

Los resultados de este modelo se interpretan de la siguiente manera:

$Z > 2.99$ – La empresa se encuentra en una zona segura

$1.8 < Z < 2.9$ – Existe cierta probabilidad de quiebra

$Z < 1.8$ – La probabilidad de quiebra es alta

CAPÍTULO III. MARCO METODOLÓGICO.

III.1 TIPO DE INVESTIGACIÓN.

El trabajo de investigación será de carácter cuantitativo, el mismo se sustenta sobre procedimientos matemáticos para la estimación de dos escenarios, también se puede mencionar que es un estudio de causa y efecto que intenta predecir el comportamiento de ciertas variables bajo una restricción.

El estudio también se caracteriza por ser de carácter explicativo debido a que se buscará establecer una relación causal entre varios fenómenos; en este caso se va a buscar la relación entre el valor que generan las PYME's, la Ley Orgánica de Precios y el alto entorno inflacionario en el que se encuentra Venezuela.

III.2 DESCRIPCIÓN DE LAS VARIABLES.

III.2.1 Variable dependiente: Valor que genera la empresa.

La variación del valor que genera la empresa es el fin último de la investigación; corroborar si efectivamente la empresa restringida por la Ley Orgánica de Precios es capaz de aumentar su valor. El instrumento que se utilizará para corroborar si la empresa aumenta o no su valor, será el método de flujos de caja descontados.

III.2.2 Variables independientes.

III.2.2.1 Inflación.

Tomando en cuenta que la Ley Orgánica de Precios no incluye la variación sostenida de los precios en el tiempo, se establece la hipótesis planteada anteriormente. En base a lo mencionado, se considera que la inflación es una variable importante para demostrar si se genera

valor para la PYME o si por el contrario la variable en cuestión perjudica el resultado bajo la restricción planteada. Para poder evaluar las distintas estrategias de negocio se someterá el modelo a diferentes niveles inflacionarios escogidos por los mismos autores.

III.2.2.2 Tasa de Descuento.

Es una variable que se utilizará al momento de aplicar el método de flujos de caja descontados, se llama tasa de descuento porque ésta representa lo que se va a descontar de los flujos período a período. La fórmula está representada de esta manera:

(10)

$$\text{CAPM} = (1 + (R_f + \beta * (R_m - R_f) + R_p))$$

Donde:

R_f : tasa libre de riesgo.

$E(R_m)$: rendimiento esperado de mercado.

β : riesgo del sector o de la industria.

(11)

$$\text{WACC} = R_d * (1 - T_c) * D / (D + C) + \text{CAPM} * C / (D + C)$$

Donde:

R_d : Tasa de interés

T_c : Tasa impositiva

D : Deuda

C : Capital

V : Valor suma ($C + D$)

CAPM : Costo de oportunidad del capital (calculado anteriormente)

(12)

$$\text{WACC} * (1 + ivzla) / (1 + iusa) - 1$$

Esta última formula que se le multiplica a la tasa WACC es para transformar la tasa de descuento de USD a VEF, es decir, hacer la transformación de una tasa en dólares a una tasa en bolívares.

III.2.2.3 Costo de Inventario.

Se incluye como variable porque la Ley Orgánica de Precios y sus regulaciones no permiten hacer un ajuste en estos costos de un forma tan acelerada como el aumento de la inflación. Este fenómeno provocará consecuencias que estudiaremos durante el desarrollo del modelo.

III.2.2.5 Financiamiento.

Dicha variable denota el nivel de préstamos en Bolívares Fuertes (BsF). adquiridos por la empresa para poder financiar la compra de inventario, cubrir los costos fijos y variables. Ésta variable se encuentra en el flujo de caja y lo afecta directamente. El mecanismo de financiamiento para la PYME se caracterizará por pedir un préstamo todos los períodos (se registra como entrada de efectivo), de igual manera pagar un saldo de amortización y los respectivos intereses (se registra como salida de efectivo). Es una variable desempeñará un rol en la evaluación de las estrategias de negocios que puedan generar valor.

III.2.2.6 Estrategia de negocio.

Esta variable está conformada por el conjunto de planes que realice la empresa para lograr el objetivo determinado de aumento de valor. Las demás variables dependientes en su conjunto forman dicha variable.

III.3 METODOLOGÍA.

Para estudiar el efecto que tiene la Ley Orgánica de Precios sobre la generación de valor de las PYMES (bajo ciertas condiciones explicadas más adelante) se acude a la realización de un modelo a través de la herramienta Excel simulando la estructura financiera de una empresa modelo ya que, agrupar un número de empresas lo suficientemente representativas para llegar a una conclusión acertada, se considera un proceso complejo e ineficiente.

Dicho esto, el modelo cumplirá con la función de proyectar en un plano acertado el conglomerado de PYMES, a través de la simulación de una empresa que se aproxime a la realidad de la mayoría de las empresas en cuestión. La realidad es muy difícil de adecuar a un estudio cuantitativo, pero una aproximación a ésta puede representarse a través de la comparación de factores comunes tal y como lo son: el entorno económico y legal venezolano, las reglas contables venezolanas y normas internacionales de información financiera, las variables financieras y contables que por defecto se utilizan en cada uno de sus estados financieros.

Si se incorporan todos los factores generalmente comunes a la simulación de la empresa presentada en esta investigación, se podrá llegar fácilmente a una aproximación más cercana a la realidad empresarial venezolana.

III.4 DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA

III.4.1 La empresa sujeta a las características de una PYME.

Como contempla la Norma Internacional de Información Financiera para Pequeñas y Medianas Entidades (NIIF para las PYMES) descrita anteriormente, la empresa valuada es una entidad que no tiene obligación pública de rendir cuentas y que publica estados financieros solo para uso interno y de terceros interesados

III.4.2 Lineamientos de simulación para la empresa.

III.4.2.1 Fin: Mantener márgenes de ganancias dentro de un alto entorno inflacionario y bajo la restricción de la Ley Orgánica de Precios, ejecutando estrategias de negocios que permitan a impulsar la generación de valor.

III.4.2.2 Misión: Comprar, almacenar y vender alimentos en el territorio venezolano para lograr su fin.

III.4.2.3 Visión: Hallar una estrategia de negocio que permita aumentar su valor en los siguientes años considerando los niveles inflacionarios y las restricciones impuestas por la Ley Orgánica de Precios.

III.4.3 Composición de la cartera de productos.

Para efectos prácticos del presente trabajo, la cartera de productos de “Comercializadora C.A.” estará compuesta por 5 familias de productos, especificadas más adelante. Estas familias poseen unos costos que se verán afectados por la inflación y unos precios de ventas adaptados a sus características.

Existen diferentes productos a los cuales el estado les coloca un “Precio Justo” (PJ), la mayoría son productos de primera necesidad, estos productos están regulados por precio y no por margen de ganancia. Siguiendo la teoría de la paridad del poder adquisitivo, estos precios son marcados con base al tipo de cambio protegido DIPRO, el cual se encuentre en 10 Bs/\$.

Los productos regulados por precio y no por margen de ganancia se ven representados en el modelo a través de dos familias de productos las cuales son, consumo masivo regulado y consumo vario regulado. Se les llama regulados por ser regulados por precio, más no por margen de ganancia.

Los productos que son regulados por margen de ganancia son representados en tres familias de productos, las cuales son consumo masivo no regulado, consumo vario no regulado y

otros. Se les llama no regulados debido a que no están regulados por precio pero si por margen de ganancia. A estos productos se les coloca la etiqueta de “Precio Máximo de Venta al Público” (PMVP)

Los precios y cantidades de los productos encontrados en el modelo se encuentran en la sección de supuestos.

III.4.4 Política de inventario de la empresa.

La política de inventario de la empresa se fundamenta en mantener la menor cantidad de días de inventario posible para minimizar los costos inflacionarios en los que se incurre al no poder trasladar los costos de reposición de inventario al precio final de venta por la restricción generada por la Ley de Orgánica de Precios.

III.5 SUPUESTOS.

En la elaboración del modelo se establecieron algunos supuestos para poder representar el problema indicado en el capítulo I. Los supuestos están presentes en la mayoría de los segmentos del modelo.

Los supuestos se van a dividir de la siguiente manera:

- Supuestos macroeconómicos
- Supuestos de familia de productos.
- Supuestos de gastos
- Supuestos de proyección de Balance General.
- Supuestos de valoración.

A continuación se procede a explicar cada segmento de supuestos.

III.5.1 Supuestos macroeconómicos.

Las variables macroeconómicas que se utilizaron en el modelo fueron el Producto Interno Bruto (PIB) venezolano anual, la variación de Índice de Precios al Consumidor (IPC) anualizada, tasa de interés activa y tipo de cambio DICOM. Los datos de estas dos variables se pudieron conseguir a través del Banco Central de Venezuela (BCV) para los períodos 2013 – 2014 – 2015.

Debido a las características de la investigación y del método de valoración que se utilizará se requieren estas variables macroeconómicas proyectadas cinco (5) años en el futuro, en este punto se investigó que organismo podría proveer estas variables proyectadas hasta el año 2020, se consiguieron dos fuentes que realizaban estos cálculos: el Fondo Monetario Internacional (FMI), una institución que fomenta la cooperación monetaria internacional y la otra fuente que fue Ecoanalítica, una compañía venezolana de consultoría económica que tiene 35 años de experiencia y que amablemente facilitó su información para la realización de este trabajo. En el caso de los datos del FMI fueron adquiridos a través de su informe anual, informe publicado en abril del 2015.

Los datos macro económicos que se utilizaron en el modelo fueron los siguientes:

Tabla N° 1 Variables macroeconómicas proyectadas (escenario FMI y Econalítica)

Fuente FMI	2016	2017	2018	2019	2020
Productor Interno Bruto	-8,00%	-4,50%	-3,00%	-1,00%	0,00%
Inflación	720,00%	2200,00%	3000,01%	3599,97%	4100,00%
Tasa de cambio al cierre del año	609	2.951	85.963	3.173.989	133.300.095
Tasa de interés activa	26%	36%	46%	56%	66%

Fuente Ecoanalítica	2016	2017	2018	2019	2020
Productor Interno Bruto	-6,50%	4,10%	6,20%	6,90%	4,50%
Inflación	296,12%	158,05%	108,16%	58,96%	20,18%
Tasa de cambio al cierre del año	596	792	615	691	780
Tasa de Interés Activa	29,50%	43,50%	43,10%	36,80%	30,10%

Fuente: Ecoanalítica FMI y cálculos propios.

Un dato relevante para el posterior análisis es la inflación acumulada en cada uno de los escenarios. Durante el período de proyección de los datos, la inflación acumulada alcanzó 908.557.563% y 3.965% para los datos del FMI y Ecoanalítica respectivamente⁸.

Cabe destacar que, en el Escenario del FMI las variables DICOM y Tasa de Interés Activa fueron proyectadas realizando supuestos debido a que la información de las mismas no es suministrada por este organismo en ninguno de los informes

Para la la proyección del DICOM se toma la inflación acumulada estimada por Ecoanalítica desde diciembre del 2015 a diciembre del 2020 y se observa cuanto ha sido la variación del tipo de cambio en ese mismo período de tiempo. Luego se asume una relación lineal entre el tipo de cambio con respecto a la inflación acumulada y se calcula la variación del tipo de cambio por 5 años tomando en cuenta la inflación acumulada proyectada por el FMI. Luego ese aumento del tipo de cambio es distribuido en cada año proporcional a los aumentos del IPC.

En el caso de la tasa de interés activa del Escenario del FMI se tuvieron que plantear también ciertos supuestos para representar esta variable. Se asume que la tasa fijada por el Banco Central de Venezuela aumenta 10% cada año. Este supuesto se establece de forma que el comportamiento de la tasa este dentro de los parámetros de un comportamiento promedio debido a que las decisiones de política monetaria del BCV son difíciles de predecir en un escenario hiperinflacionario como el planteado por el FMI.

Es importante mencionar que los datos macroeconómicos proyectados por el FMI se basan en una proyección lineal es decir, no toman en cuenta posibles escenarios políticos en el futuro. A diferencia de las proyecciones del FMI, las de Ecoanalítica si toma en cuenta las variables políticas dentro del cálculo de la proyección.

⁸ Cálculos Propios.

En función de los datos macroeconómicos proporcionados se decidió simular y valorar la empresa bajo dos escenarios, Escenario del FMI, que en este caso es el escenario negativo donde se espera menor valor debido a la inflación y el Escenario de Ecoanalítica el cual es el escenario positivo donde se espera obtener un mejor resultado en comparación con su contraparte.

III.5.2 Supuestos de familias de productos.

Para representar el problema que implica la aplicación de la Ley Orgánica de Precios sobre el valor de las PYMES se estableció una empresa comercializadora de alimentos que posee una familia de productos cada una con un supuesto distinto.

Son 5 los grupos de productos a considerar, cada uno de estos productos tiene un peso sobre las ventas del período y en función de ese peso proyectar las ventas en los períodos sucesivos.

Los 5 grupos de productos se dividen de esta manera:

- Consumo masivo regulado
- Consumo masivo no regulado
- Consumo varios regulado
- Consumo varios no regulado
- Otros.

Los productos a los que se refiere como “regulados” son aquellos a los cuales la Superintendencia Nacional de Precios Justos (SUNDDE) fija directamente el precio, como se mencionó anteriormente se utiliza la modalidad descrita por la ley como PJ. En cambio los productos a los que se refiere como “no regulados” son aquellos a los cuales el ejecutivo nacional no fija directamente los precios pero su precio está restringido por el margen máximo de ganancia de 30% descrito en la ley, esta modalidad de precio se conoce como PMVP.

Para establecer un supuesto sobre los precios se tuvo que investigar más a fondo algún elemento que pudiera ser adecuado para su proyección. Hasta el momento solo hemos mencionado que los rubros regulados marcan su precio en función del tipo de cambio protegido DIPRO y que son aquellos bienes de primera necesidad. Los precios de los productos regulados (PJ) son establecidos por la SUNDDE, debido a la escasa información que existe sobre el criterio de fijación de precios se utilizó una aproximación al comportamiento visto en las providencias publicadas por este organismo.

Si observamos la providencia N°053 publicada el 21 de Mayo de 2016, podemos observar la cuantía en la cual la SUNDDE aumenta los precios algunos de los productos con PJ, y en función de esta cuantía se hace un promedio y se asume que de esta forma aumentan los productos regulados por precio marcados a tipo de cambio protegido DIPRO. Con esto se puede asumir que la SUNDDE está reconociendo que el tipo de cambio más adecuado (siguiendo la teoría de paridad del poder adquisitivo) es el DICOM. Promediando la variación de los precios en la providencia N°053, ya tendríamos los productos regulados a un precio más ajustado a la realidad económica venezolana, a partir de este punto es necesario proyectar estos precios hasta el 2020.

Existe incertidumbre en el tema de fijación de precios por parte de la SUNDDE, por esta razón se intentó de buscar algún tipo de mecanismo mediante el cual se pudiera hacer una proyección lo más adecuada posible. Siguiendo con los supuestos mencionados anteriormente se asumió que la SUNDDE haría ajustes en el precio en función de la variación del DICOM durante los años en los que se realizará el estudio.⁹

Para la proyección de las cantidades, se asume que las cantidades vendidas de los productos regulados se mantienen constantes en el tiempo proyectado y para las cantidades de los productos no regulados, estas se comportan en la misma proporción que el PIB real venezolano. La relación entre las cantidades vendidas y el PIB real es directa, mientras la producción nacional aumente la empresa modelo se comportará de la misma forma.

⁹ Los datos del DICOM proyectado fueron suministrados por Ecoanalítica.

Se asume que los precios de los productos de consumo masivo no regulado sufren un aumento del 40% de la inflación del período debido a que estos productos tienden a ser de primera necesidad y la SUNDE no es flexible con estos precios como con los productos de consumo varios no regulados.

Se asume que los precios de los productos no regulados sufren un aumento igual que proporcional que la inflación debido a que estos productos no se caracterizan por ser de primera necesidad y los precios son igual que proporcional que la inflación considerando su costo futuro de reposición.

Se asume que el costo de los productos regulados representa el 76% del precio de venta, considerando que el margen de ganancia de los rubros regulados es menor al margen de ganancia de los rubros no regulados donde este margen es más amplio.

Se asume que el costo de los productos regulados representa el 70% del precio de venta considerando el margen máximo de ganancia de 30% indicado en la ley. En los rubros no regulados es tendencia aprovechar al máximo el margen de ganancia a modo de maximizar sus beneficios, lo cual es el fin de todo actor económico.

Luego de aplicar todos los supuestos de familia de productos, las cantidades vendidas y los precios de cada una de las familias de productos mencionadas quedan de esta forma para cada uno de los escenarios planteados:

Tabla N° 2 Familias de productos – Escenario Ecoanalítica (Expresado en miles de Bs.)

2015	2016	2017	2018	2019	2020
Consumo masivo Regulado					
Precio Bs. 0,19	Bs. 0,36	Bs. 0,68	Bs. 0,60	Bs. 0,63	Bs. 0,72
Cantidad 13.199.071	13.199.071	13.199.071	13.199.071	13.199.071	13.199.071
Costo	Bs. 0,28	Bs. 0,52	Bs. 0,45	Bs. 0,48	Bs. 0,55
Consumo masivo no regulado					
Precio Bs. 1,99	Bs. 4,34	Bs. 7,08	Bs. 10,14	Bs. 12,53	Bs. 13,55
Cantidad 508.712	475.646	495.147	525.846	562.130	587.426
Costo	Bs. 3,04	Bs. 4,96	Bs. 7,10	Bs. 8,77	Bs. 9,48
Consumo varios regulado					
Precio Bs. 0,38	Bs. 0,72	Bs. 1,35	Bs. 1,19	Bs. 1,25	Bs. 1,43
Cantidad 3.322.692	3.322.692	3.322.692	3.322.692	3.322.692	3.322.692
Costo	Bs. 0,55	Bs. 1,03	Bs. 0,90	Bs. 0,95	Bs. 1,08
Consumo varios no regulado					
Precio Bs. 0,80	Bs. 3,18	Bs. 8,22	Bs. 17,11	Bs. 27,19	Bs. 32,68
Cantidad 1.099.299	1.027.844	1.069.986	1.136.325	1.214.732	1.269.394
Costo	Bs. 2,23	Bs. 5,75	Bs. 11,98	Bs. 19,04	Bs. 22,88
Otros					
Precio Bs. 2,10	Bs. 8,32	Bs. 21,47	Bs. 44,68	Bs. 71,03	Bs. 85,36
Cantidad 120.250	112.434	117.043	124.300	132.877	138.856
Costo	Bs. 5,82	Bs. 15,03	Bs. 31,28	Bs. 49,72	Bs. 59,75
INGRESO POR VENTAS--> Bs. 5.935.140	Bs. 13.454.135	Bs. 28.273.162	Bs. 42.169.723	Bs. 61.966.289	Bs. 75.517.925
COSTO DE VENTAS-->	Bs. 9.848.830	Bs. 20.598.914	Bs. 30.229.358	Bs. 44.123.330	Bs. 53.715.830

Fuente: elaboración propia.

Tabla N° 3 Familias de productos – Escenario FMI (Expresado en miles de Bs.)

	2015		2016		2017		2018		2019		2020
Consumo masivo Regulado											
Precio	Bs. 0,19	Bs.	0,59	Bs.	2,88	Bs.	83,84	Bs.	3.095,69	Bs.	130.011,74
Cantidad	13.199.071	13.199.071	13.199.071	13.199.071	13.199.071	13.199.071	13.199.071	13.199.071	13.199.071	13.199.071	13.199.071
Costo		Bs.	0,45	Bs.	2,19	Bs.	63,72	Bs.	2.352,72	Bs.	98.808,92
Consumo masivo no regulado											
Precio	Bs. 1,99	Bs.	9,13	Bs.	109,61	Bs.	1.753,69	Bs.	33.319,79	Bs.	716.376,01
Cantidad	508.712	468.015	446.954	433.546	429.210	429.210	429.210	429.210	429.210	429.210	429.210
Costo		Bs.	6,39	Bs.	76,72	Bs.	1.227,58	Bs.	23.323,85	Bs.	501.463,20
Consumo varios regulado											
Precio	Bs. 0,38	Bs.	1,18	Bs.	5,72	Bs.	166,53	Bs.	6.148,66	Bs.	258.229,46
Cantidad	3.322.692	3.322.692	3.322.692	3.322.692	3.322.692	3.322.692	3.322.692	3.322.692	3.322.692	3.322.692	3.322.692
Costo		Bs.	0,90	Bs.	4,34	Bs.	126,56	Bs.	4.672,98	Bs.	196.254,39
Consumo varios no regulado											
Precio	Bs. 0,80	Bs.	6,59	Bs.	151,63	Bs.	4.700,68	Bs.	173.923,77	Bs.	7.304.803,61
Cantidad	1.099.299	1.011.355	965.844	936.869	927.500	927.500	927.500	927.500	927.500	927.500	927.500
Costo		Bs.	4,61	Bs.	106,14	Bs.	3.290,47	Bs.	121.746,64	Bs.	5.113.362,53
Otros											
Precio	Bs. 2,10	Bs.	17,22	Bs.	396,06	Bs.	12.277,88	Bs.	454.278,51	Bs.	19.079.710,92
Cantidad	120.250	110.630	105.651	102.482	101.457	101.457	101.457	101.457	101.457	101.457	101.457
Costo		Bs.	12,05	Bs.	277,24	Bs.	8.594,52	Bs.	317.994,95	Bs.	13.355.797,65
INGRESO POR VENTAS--> Bs. 5.935.140											
COSTO DE VENTAS--> Bs. 24.600.946 Bs. 294.274.104 Bs. 8.082.444.627 Bs. 282.995.624.215 Bs. 11.592.504.276.592											
Bs. 17.925.872 Bs. 209.411.041 Bs. 5.757.309.162 Bs. 201.774.358.505 Bs. 8.269.196.067.359											

Fuente: elaboración propia.

III.5.3 Supuestos de gastos.

Los gastos de la empresa se clasifican en tres categorías de las cuales dos afectan directamente al flujo de caja de la empresa y la otra, la cual es la depreciación se registra como un gasto más no afecta al flujo de caja de la misma.

Los tres gastos de la empresa son:

- Gastos de personal
- Amortización y depreciación
- Otros gastos operativos

Cada uno de los gastos tiene un comportamiento distinto y se proyecta de una manera distinta. A continuación se explica las características de cada uno de los gastos.

En el caso de los gastos de personal, se toman las características contenidas en la Ley Orgánica del Trabajo, los Trabajadores y las Trabajadoras (LOTT) – Gaceta oficial de la República Bolivariana de Venezuela – Caracas, lunes 7 de mayo del 2012. Nro 6.076 extraordinario. Se basó en esta ley, específicamente en el artículo 104 para cálculo del pago de

los sueldos y salarios de todos los empleados, sumado a la realización de determinados supuestos para poder hacer los cálculos.

Se asume que la empresa emplea un total de 80 trabajadores y que todos ganan el doble del salario mínimo base estipulado por la LOTT en su artículo 129 (p.60) para el mes de abril del 2016, luego, para proyectar los salarios base, dependiendo del escenario, la empresa puede aumentar los sueldos y salarios un 40% de la inflación (escenario FMI, proceso hiperinflacionario), o puede aumentar 80% del nivel de inflación (Escenario Ecoanalítica, proceso de reducción de la inflación). Esto es así debido a que mientras más alta sea la inflación, será más complicado para la empresa cargar con los aumentos salariales necesarios para mantener a los empleados.

Para determinar la periodicidad de los aumentos salariales, se asume que estos aumentos ocurren dos veces al año, en los meses de junio y octubre. Este supuesto se establece ya que en los últimos 16 meses se han realizado 6 ajustes del salario mínimo reflejados en las gacetas N° 40.597; N° 6.181 Extraordinario; N°40.769; N° 40.852 y N° 40.893; esta última estableciendo el sueldo mínimo en Bs. 15.051,15.

Debido a que es una alta cantidad de ajustes salariales, estos no se tomarán como referencia para la periodicidad de ajustes futuros con la intención de no distorsionar el modelo ni sus resultados.

Además se establece que el personal cobra el doble del bono de alimentación mínimo establecido en la LOTT en el apartado de Beneficios Sociales no Remunerativos, en el artículo 105 (p.53) hasta el mes de abril del 2016, luego, el bono de alimentación se ve afectado por los mismos aumento que sufren los sueldos bases, por ejemplo, si el escenario es hiperinflacionario, entonces los aumentos de los bonos de alimentación serán el 40% del total de la inflación anual.

Para el cálculo de los bonos vacacionales, las utilidades y las prestaciones sociales, se usan las indicaciones establecidas por la LOTT en su apartado de Bono Vacacional en el artículo 192

(p.82). Asumiendo, (para la simplificación del cálculo) que los empleados siempre cobran 15 días de bono vacacional, independientemente de la duración que tengan en la empresa.

También se asume que la empresa cancela 4 meses de utilidades todos los diciembres y que todos los empleados cobran sus prestaciones sociales todos los años, sin dejarlas acumular.

Para la determinación de los gastos de depreciación se supone un valor de desecho del 0% tanto para las instalaciones como para las maquinarias y equipos, así como un tiempo de duración de 17 años restantes para las instalaciones y de 7 años para las maquinarias y equipos.

En el caso de los gastos operativos, se asume que los gastos operativos van aumentando en la misma proporción que la inflación.

Para el financiamiento de la empresa, se establece el supuesto que el crédito bancario aumenta un 50% de lo que aumenta la inflación cada año para ambos escenarios, este supuesto se fundamenta en el hecho que la empresa adquiere el suficiente crédito como para poder mantener sus operaciones a pesar del aumento de los costos. Además se supone que estos préstamos son a corto plazo es decir, no a más de un año.

Estimar los volúmenes de préstamos que los bancos están dispuestos a otorgar es entrar en el desarrollo de un mecanismo muy subjetivo ya que esto depende de muchos factores políticos muy difíciles de cuantificar, así que de esta forma se plantea este supuesto.

III.5.4 Supuestos de proyección del Balance General.

Para la proyección del Balance General se asumieron ciertos supuestos de activos, pasivos y patrimonio. Se asume que las cuentas por cobrar poseen un plazo de 15 días para ser cobradas, esto quiere decir que hay un porcentaje de las ventas que son a crédito. Consideramos que este supuesto es adecuado a la realidad del país.¹⁰

¹⁰ Supuesto basado en las políticas de la empresa en los años históricos.

Se asume que las cuentas por pagar poseen un plazo de 15 días para ser pagadas es decir, los proveedores venden mercancía pagadera a más tardar a los 15 días desde el momento de su venta. Los actores económicos en Venezuela han dejado de vender a crédito debido a los altos niveles inflacionarios que provocan que esa modalidad de negocio no sea rentable.¹¹

Para la cuenta de inventario, se asume que los días de rotación de inventario son 22, esto quiere decir que cada 22 días se repone el inventario. La proyección se basa en multiplicar el costo de venta por los días de rotación de inventario y dividirlo por 365 días que tiene el año. Esto se asume debido a que según el modelo Q descrito en el Capítulo II, los puntos R de la mayoría de las empresas en Venezuela se promedia en que se repite cada 22 días.¹²

Para los activos pre pagados se asume que representan el 2% del inventario del período siguiente.

Se asume que el porcentaje de retención del Impuesto al Valor Agregado (IVA) es 5% durante los años en los cuales se somete la proyección.

III.5.5 Supuestos de Valoración.

Para realizar un valoración adecuada se tuvieron que establecer varios supuestos al igual que en los demás apartados.

Antes de mencionar dichos supuestos, se procederá a definir de dónde proviene cada uno de los datos utilizados para construir la tasa de descuento utilizada para descontar los flujos al momento presente.

- El Beta que se utilizó es desanpalacado específicamente del sector de ventas de comida, extraído de la página web del profesor Damordaran.
- La tasa libre de riesgo, se utilizó la tasa de los bonos del tesoro de los Estados Unidos, los cuales son los más líquidos del mercado. Esta información fue extraída de Bloomberg.

¹¹ Supuesto basado en las políticas de la empresa en años históricos.

¹² Supuesto basado en las políticas de la empresa en años históricos.

- Para rendimiento de mercado, se utilizó el promedio de 5 años del índice “*S&P 500*”, promediado por los autores de la investigación. Estos datos fueron extraídos de Bloomberg.
- El riesgo país fue derivado a través de la diferencia del rendimiento del bono Global 22 (el más líquido) y la tasa libre de riesgo mencionada anteriormente. Esta diferencia fue hecha por cálculos propios.
- La inflación de Venezuela fue extraída de los supuestos macroeconómicos antes mencionados.
- La inflación de Estados Unidos fue extraída de Bloomberg.
- La tasa de interés fue extraída de los supuestos macroeconómicos antes mencionados.
- La tasa impositiva se asume que tiene una ponderación de 34%, siendo congruente con la Ley de Impuesto Sobre La Renta (LISLR).
- La deuda de la empresa se plasma en la tasa de descuento totalizada para cada año.
- El capital de la empresa, al igual que la deuda es totalizado para cada año.
- El valor es la suma del Capital y la Deuda.
- La tasa de crecimiento del flujo de caja perpetuo se asume que es 0% debido a que, en entornos altamente inflacionarios, la tasa de descuento se vuelve muy volátil y la tasa de crecimiento tiende a subvaluar o a sobrevalorar el valor generado por la empresa.

Uno de los supuestos más importantes que se establecieron, el cual genera una gran diferencia de no haber sido establecido, es el hecho de que en lugar de utilizarse una sola tasa de descuento se utilizaron cinco tasas de descuento distintas para la inflación de cada año. Esto se aplica de manera que no se descuenten flujos a una tasa de WACC mayor a la que corresponde con su inflación. En lugar de promediar la tasa de inflación y realizar el cálculo de una sola tasa de WACC, se calcula 5 tasas de descuentos, una para cada año y para cada inflación distinta y se descuenta flujo por flujo, consiguiendo así una valoración más exacta en una economía hiperinflacionaria donde la volatilidad de la tasa de inflación es muy alta.

Luego de explicar todos los supuestos de valoración y aplicando las fórmulas descritas en el Capítulo II correspondientes al CAPM y al WACC se derivan 5 tasas de descuento distintas para cada escenario, quedando de esta forma:

Tabla N° 4 Tasa WACC al 24/05/2016 – Escenario Ecoanalítica

CAPM	2016	2017	2018	2019	2020
Beta Retail (General)	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Tasa Libre de Riesgo T-Bonds	1,81%	1,81%	1,81%	1,81%	1,81%
Rendimiento de Mercado (S&P 500)	9,58%	9,58%	9,58%	9,58%	9,58%
Riesgo Pais	10,94%	10,94%	10,94%	10,94%	10,94%
Inflacion Venezuela	296,12%	158,05%	108,16%	58,96%	20,18%
Inflacion EEUU	0,70%	0,70%	0,70%	0,70%	0,70%
Tasa impositiva	33,00%	33,00%	33,00%	33,00%	33,00%
Tasa de interes	26,67%	40,25%	48,02%	39,03%	30,89%
D - deuda: prestamos	496.880,98	963.338,34	1.661.322,44	2.448.285,96	2.898.308,28
C - capital: activos	1.868.661,10	4.063.014,69	7.822.295,47	13.646.381,63	20.428.366,03
V - valor: suma C + D	2.365.542,08	5.026.353,02	9.483.617,90	16.094.667,59	23.326.674,31
Rendimiento del Capital	364,91%	202,87%	144,31%	86,57%	41,05%
WAAC	292,02%	169,15%	124,67%	77,38%	38,52%
Tasa de Crecimiento del Flujo de Caja Perpetuo	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

Fuente: Damodaran y Ecoanalítica.

Tabla N° 5 Tasa WACC al 24/05/16 – Escenario FMI

CAPM	2016	2017	2018	2019	2020
Beta Retail (General)	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Tasa Libre de Riesgo T-Bonds	1,81%	1,81%	1,81%	1,81%	1,81%
Rendimiento de Mercado (S&P 500)	9,58%	9,58%	9,58%	9,58%	9,58%
Riesgo Pais	10,94%	10,94%	10,94%	10,94%	10,94%
Inflacion Venezuela	720,00%	2200,00%	3000,01%	3599,97%	4100,00%
Inflacion EEUU	0,70%	0,70%	0,70%	0,70%	0,70%
Tasa impositiva	33,00%	33,00%	33,00%	33,00%	33,00%
Tasa de interes	26,00%	36,00%	46,00%	56,00%	66,00%
D - deuda: prestamos	1.240.783,11	14.643.463,14	338.147.734,58	10.411.292.224,45	393.470.194.455,47
C - capital: activos	5.047.172,08	50.555.705,30	1.118.297.917,07	35.936.425.276,46	1.282.542.214.876,37
V - valor: suma C + D	6.287.955,19	65.199.168,44	1.456.445.651,65	46.347.717.500,91	1.676.012.409.331,84
Rendimiento del Capital	862,41%	2599,44%	3538,39%	4242,55%	4829,42%
WAAC	695,67%	2021,04%	2724,02%	3297,96%	3706,02%
Tasa de Crecimiento del Flujo de Caja Perpetuo	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

Fuente: Damodaran, FMI y cálculos propios.

III.6 FORMULACIÓN DEL MODELO.

Para evaluar el fenómeno descrito en el planteamiento del problema, se procede a realizar un modelo en hoja de cálculo utilizando la herramienta Excel. El modelo está hecho sobre la estructura financiera de una PYME modelo, específicamente una comercializadora de alimentos. El modelo consiste en proyectar los estados financieros (Balance General, Estado de Resultados y Flujo de Caja) de una PYME modelo por un período de 5 años en el futuro y luego aplicarle el método de flujo de caja descontados para evaluar si la empresa genera valor.

El modelo tanto de proyección como de valoración se va a desenvolver bajo dos escenarios macro económicos como se menciona anteriormente en los supuestos macroeconómicos, un escenario positivo (el proporcionado por Ecoanalítica) y otro negativo (el proporcionado por el FMI). Todos los procedimientos realizados de ahora en adelante se desarrollaron con los dos escenarios.

El punto inicial del modelo es la formulación de una familia de productos con las cifras de un estado de resultados de una empresa modelo que por motivos de confidencialidad no se permite revelar su nombre. Partiendo de las ventas del 2015, se establecen 5 tipos de rubros de productos alimenticios que se comercializan y lo que representa cada rubro sobre las ventas:

Tabla N° 6 Peso de cada familia de productos sobre las ventas.

Rubro	Peso del rubro sobre las ventas en 2015
Consumo masivo regulado	10%
Consumo masivo no regulado	40%
Consumo varios regulado	5%
Consumo varios no regulado	35%
Otros	10%

Fuente: elaboración propia.

En función de los pesos de cada uno de los rubros sobre las ventas se calcularon los precios unitarios de cada uno de los productos de los rubros y las cantidades vendidas. Para la proyección de las ventas en el estado de resultados se aplicaron los supuestos de familia de productos descritos en el apartado de supuestos y en función de estos llegar a la cifra de ventas en los próximos 5 años que se proyectarán.

Las partidas de ventas y costo de ventas en el estado de resultados representan la proyección de precio y cantidades de ventas de las familias de productos y de la aplicación de todos los supuestos de familias de producto.

Para las partidas de gastos de personal, amortización, depreciación, gastos operativos, egresos financieros e impuestos, se aplicaron los supuestos de gasto explicados anteriormente y así lograr proyectar las cifras. Derivando de todo lo explicado se obtiene un estado de resultados completo proyectado 5 años en el futuro.

Luego, se procedió a proyectar el Balance General, es claro que para este apartado se utilizaron los valores del estado de resultados y los supuestos de proyección de balance. Ya con el estado de resultados y el balance general proyectados se puede realizar la proyección del flujo de caja.

El flujo de caja se divide en tres partes: flujo de caja en operaciones, flujo de caja de inversiones y flujo de caja de financiamiento, donde la suma de los dos primeros es el flujo de caja libre. Con el flujo de caja libre es que se procede a valorar la empresa.

Siguiendo todos los supuestos y aplicándolos a la metodología descrita en este apartado llegamos a la conclusión del modelo y en la aplicación del método de flujos de caja descontados para estimar el valor que genera la empresa en los dos escenarios planteados.

III.5.1. Método de Valoración.

El valor económico es distinto para cada empresa es decir, el valor no es homogéneo en ningún grupo ni en ninguna situación. La valoración de una empresa nunca será un resultado científico exacto ya que, se basa en el establecimiento de supuestos y el desarrollo de proyecciones que para cada agente económico tienen diferencias. La información recaudada deja mucho espacio para la subjetividad y se pueden presentar prejuicios que dañen la valoración.

Un mito muy común de la valoración es pensar que mientras más cuantitativo sea el modelo de valoración más objetivo será su resultado, dicho resultado estará afectado por los prejuicios que se tomaron durante el proceso de valoración (Damodaran, 1994).

Se podrá definir con más exactitud la variación de dicho valor económico en vez de tratar de buscar un número exacto que nos refleje todo el valor que aporta la PYME en cuestión. Es por esta razón que se ha elegido el enfoque del “aumento del valor”. Dicho aumento de valor será comparado con el punto inicial de estudio de la PYME (el año 2015) y evaluado durante el período de operación de la empresa especificado anteriormente.

Para determinar el mencionado aumento de valor, en el presente trabajo se elaborará un modelo de valoración de empresa. La valoración de empresas puede ser afrontada de distintas maneras, cada manera tiene sus ventajas y sus desventajas respectivas.

Tomando como guía el procedimiento para la correcta elección del método de valoración, descrito por Pablo Fernández¹³, se deben realizar tres preguntas fundamentales. Estas preguntas son: “¿qué se está haciendo? ¿Por qué se está haciendo la valoración de determinada manera? y ¿Para qué y para quién se está haciendo la valoración?” (Fernández, 2008, p-1, Resumen)

¿Qué se está haciendo?

El presente trabajo, pretende hallar una o más estrategias de negocios efectivas y para esto busca emplear un modelo que pueda explicar la dinámica existente entre la generación de

¹³ Métodos de Valoración de Empresas, Noviembre 2008

valor en las empresas y la Ley Orgánica de Precios en un alto entorno inflacionario y que además, pueda incorporar todas las variables involucradas en la relación antes mencionada, razón por la cual se considera al modelo de valoración de empresas por el método de flujo de caja descontado “*discounted cash flow*” como el método de valoración más adecuado.

¿Por qué se está haciendo la valoración de determinada manera?

Para entender por qué se realiza la valoración por el método de flujo de caja descontado, se debe entender primero la relación que existe entre las variables y condiciones establecidas en nuestro modelo. Las empresas buscan generar valor económico pero el margen de ganancias está regulado por la Ley Orgánica de Precios que, de manera generalizada limita hasta un máximo de 30% el margen de ganancia que perciben dichas empresas. De esta forma, se considera que el método más apropiado para llegar a un resultado óptimo es el método de flujo de caja descontado el cual relaciona todas las variables descritas en el Capítulo I, esta relación permite llegar a determinado valor.

En el tema de estudio surge la incógnita de cómo la inflación afecta al precio de reposición de inventario de la empresa ya que, si este precio (es afectado por el alto nivel inflacionario) aumenta más rápido de lo que reporta el precio de venta de la mercancía anterior, entonces el margen máximo de ganancia demarcado por la Ley generará una situación donde cada período que pasa hace perder en mayor magnitud la capacidad de reposición de inventario para la empresa, es decir que, los costos sumados al 30% de ganancia reflejados en un precio final no serían suficientes para igualar al nuevo precio de reposición de inventario teniendo como consecuencia un fenómeno que afecta la operatividad de la empresa.

¿Para qué y para quién se está haciendo la valoración?

Considerando que el objetivo final del presente trabajo de grado es originar una estrategia de negocios que permita generar valor para las empresas, dada la Ley Orgánica de Precios en un alto entorno inflacionario, se puede alegar que bajo la visión de Pablo Fernández, el “objetivo final de la valoración es la planificación estratégica de la empresa.” (Fernández, 2008, p-3)

Dicho esto se puede entender que es una investigación dirigida a comprobar que la Ley Orgánica de Precios genera una distorsión en la manera de hacer negocio de las PYMEs venezolanas y pretende ayudar a canalizar esfuerzos para hallar una solución al problema que está presente en la actualidad económica venezolana.

III.5.2 Método de flujo de caja descontado.

Flujo de caja descontado es un método que es útil para estimar el valor de la empresa, utiliza proyecciones del flujo de caja libre para luego descontarlas y poder estimar el valor actual de la empresa (<http://www.investopedia.com/terms/d/dcf.asp>). Este procedimiento se realizará a través de la herramienta Excel, los flujos de caja libre futuros serán descontados por la tasa WACC explicada en el capítulo II, esto se realizará para cada nivel inflacionario y para cada estrategia de negocios y luego comparar todos los valores arrojados por el modelo y mediante un análisis definir cuál es el escenario y la estrategia que generan mayor valor, lo cual es el propósito del siguiente capítulo.

CAPÍTULO IV. ANÁLISIS DE RESULTADOS

IV.1 Estados financieros.

Para el análisis de los resultados es de vital importancia observar el comportamiento de los estados financieros tanto históricos como proyectados. Los estados financieros que se mostrarán a continuación son: Balance General, Estado de Resultados, Estado de Resultados en función de la proporción de las ventas y Flujo de Caja. Cabe destacar que los mencionados estados financieros que se mostrarán en esta sección son de los dos escenarios planteados en la investigación, los mismos no poseen ajuste por inflación.

IV.1.1 Estados financieros (Escenario Ecoanalítica)

Tabla N° 7 Balance General histórico y proyectado (Escenario Ecoanalítica)

ESTRUCTURA FINANCIERA									
BALANCE GENERAL									
(Expresado en miles de bolívares)									
CONCEPTOS	FECHA 12/31/13	FECHA 12/31/14	FECHA 12/31/15	FECHA 12/31/16	FECHA 12/31/17	FECHA 12/31/18	FECHA 12/31/19	FECHA 12/31/20	
EFFECTIVO EN CAJA Y BANCOS	Bs. 30.218	Bs. 24.719	Bs. 263.807	Bs. 1.729.322	Bs. 4.675.262	Bs. 8.901.787	Bs. 14.816.011	Bs. 22.512.077	
CUENTAS POR COBRAR NETAS	Bs. 4.159	Bs. 19.747	Bs. 152.850	Bs. 552.910	Bs. 1.161.911	Bs. 1.733.002	Bs. 2.546.560	Bs. 3.103.476	
INVENTARIO NETO	Bs. 19.611	Bs. 45.187	Bs. 68.946	Bs. 593.628	Bs. 1.241.578	Bs. 1.822.044	Bs. 2.659.488	Bs. 3.237.666	
PREPAGADOS	Bs. 7.186	Bs. 18.986	Bs. 81.069	Bs. 23.745	Bs. 49.663	Bs. 72.882	Bs. 106.380	Bs. 129.507	
ACTIVO CIRCULANTE	Bs. 61.174	Bs. 108.639	Bs. 554.425	Bs. 2.899.605	Bs. 7.128.414	Bs. 12.529.715	Bs. 20.128.438	Bs. 28.982.727	
TERRENOS	Bs. -	Bs. -	Bs. -	Bs. -	Bs. -	Bs. -	Bs. -	Bs. -	
EDIFICIOS E INSTALACIONES	Bs. 13.870	Bs. 11.728	Bs. 13.914	Bs. 13.914	Bs. 13.914	Bs. 13.914	Bs. 13.914	Bs. 13.914	
MAQUINARIAS Y EQUIPOS	Bs. 12.455	Bs. 8.734	Bs. 26.434	Bs. 26.434	Bs. 26.434	Bs. 26.434	Bs. 26.434	Bs. 26.434	
OTROS ACTIVOS FIJOS	Bs. -	Bs. -	Bs. -	Bs. -	Bs. -	Bs. -	Bs. -	Bs. -	
DEPRECIACIÓN ACUMULADA.	-Bs. 3.493	Bs. -	-Bs. 12.195	-Bs. 12.766	-Bs. 13.337	-Bs. 13.908	-Bs. 14.479	-Bs. 15.051	
ACTIVOS FIJOS NETOS	Bs. 22.831	Bs. 20.462	Bs. 28.153	Bs. 27.582	Bs. 27.010	Bs. 26.439	Bs. 25.868	Bs. 25.297	
PRESTAMOS A LARGO PLAZO	Bs. 529	Bs. -	Bs. -	Bs. -	Bs. -	Bs. -	Bs. -	Bs. -	
INMOVILIZADO NETO	Bs. 23.360	Bs. 20.462	Bs. 28.153	Bs. 27.582	Bs. 27.010	Bs. 26.439	Bs. 25.868	Bs. 25.297	
TOTAL ACTIVOS	Bs. 84.534	Bs. 129.101	Bs. 582.577	Bs. 2.927.187	Bs. 7.155.425	Bs. 12.556.154	Bs. 20.154.307	Bs. 29.008.024	
PRESTAMO BANCARIO	Bs. 30.120	Bs. 6.689	Bs. 96.743	Bs. 239.981	Bs. 429.626	Bs. 661.968	Bs. 857.116	Bs. 943.599	
CUENTAS POR PAGAR	Bs. 8.371	Bs. 10.325	Bs. 36.772	Bs. 404.746	Bs. 846.531	Bs. 1.242.302	Bs. 1.813.288	Bs. 2.207.500	
RETENCIONES IVA	Bs. 14.913	Bs. 9.457	Bs. 51.408	Bs. 32.236	Bs. 63.808	Bs. 95.214	Bs. 133.520	Bs. 157.555	
PASIVO CIRCULANTE	Bs. 53.403	Bs. 26.471	Bs. 184.923	Bs. 676.964	Bs. 1.339.965	Bs. 1.999.484	Bs. 2.803.924	Bs. 3.308.654	
PROVISIONES	Bs. 588	Bs. 1.977	Bs. 699						
PASIVO A LARGO PLAZO	Bs. 588	Bs. 1.977	Bs. 699	Bs. -	Bs. -	Bs. -	Bs. -	Bs. -	
TOTAL PASIVO	Bs. 53.991	Bs. 28.448	Bs. 185.621	Bs. 676.964	Bs. 1.339.965	Bs. 1.999.484	Bs. 2.803.924	Bs. 3.308.654	
CAPITAL SOCIAL SUSCRITO	Bs. 4.950	Bs. 4.950	Bs. 4.950	Bs. 370.575	Bs. 1.083.623	Bs. 2.031.865	Bs. 3.390.607	Bs. 5.060.405	
CAPITAL NO PAGADO	Bs. -	Bs. -	Bs. -						
CAPITAL SOCIAL NETO	Bs. 4.950	Bs. 4.950	Bs. 4.950	Bs. 370.575	Bs. 1.083.623	Bs. 2.031.865	Bs. 3.390.607	Bs. 5.060.405	
RESERVAS	Bs. 1.183	Bs. 1.183	Bs. 3.829	Bs. 3.829	Bs. 3.829	Bs. 3.829	Bs. 3.829	Bs. 3.829	
UTILIDADES NO DISTRIBUIDAS	Bs. 25.221	Bs. 104.921	Bs. 413.317	Bs. 1.875.818	Bs. 4.728.008	Bs. 8.520.976	Bs. 13.955.946	Bs. 20.635.136	
PATRIMONIO	Bs. 31.355	Bs. 111.055	Bs. 422.096	Bs. 2.250.223	Bs. 5.815.460	Bs. 10.556.670	Bs. 17.350.383	Bs. 25.699.370	
Activo				Bs. 2.927.187	Bs. 7.155.425	Bs. 12.556.154	Bs. 20.154.307	Bs. 29.008.024	
Pasivo + Patrimonio				Bs. 2.927.187	Bs. 7.155.425	Bs. 12.556.154	Bs. 20.154.307	Bs. 29.008.024	
Activo-(Pasivo+Patrimonio)				Bs. -	Bs. -	Bs. -	Bs. -	Bs. 0	

Fuente: elaboración propia.

Tabla N° 8 Estado de resultados histórico y proyectado (Escenario Ecoanalítica)

ESTRUCTURA ECONOMICA								
ESTADO DE GANANCIAS Y PERDIDAS								
(Expresado en miles de bolívares)								
CONCEPTOS	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
. = VENTAS TOTALES	Bs. 359.771	Bs. 697.457	Bs. 2.525.246	Bs. 13.454.135	Bs. 28.273.162	Bs. 42.169.723	Bs. 61.966.289	Bs. 75.517.925
COSTO DE INVENTARIO OTROS COSTOS	Bs. 291.477	Bs. 540.634	Bs. 1.932.418	Bs. 9.848.830	Bs. 20.598.914	Bs. 30.229.358	Bs. 44.123.330	Bs. 53.715.830
. - COSTO DE VENTAS	Bs. 291.477	Bs. 540.634	Bs. 1.932.418	Bs. 9.848.830	Bs. 20.598.914	Bs. 30.229.358	Bs. 44.123.330	Bs. 53.715.830
. = UTILIDAD BRUTA EN VENTAS	Bs. 68.295	Bs. 156.823	Bs. 592.828	Bs. 3.605.305	Bs. 7.674.248	Bs. 11.940.365	Bs. 17.842.960	Bs. 21.802.096
.- GASTOS DE PERSONAL			Bs. 40.722	Bs. 183.527	Bs. 560.818	Bs. 1.237.662	Bs. 2.077.216	Bs. 2.674.908
.- AMORTIZACION Y DEPRECIACION			Bs. 571	Bs. 571	Bs. 571	Bs. 571	Bs. 571	Bs. 571
.- OTROS GASTOS OPERATIVOS	Bs. 44.920	Bs. 65.101	Bs. 156.989	Bs. 621.865	Bs. 1.604.722	Bs. 3.340.390	Bs. 5.309.884	Bs. 6.381.419
. = UTILIDAD NETA EN OPERACIONES	Bs. 23.374	Bs. 91.722	Bs. 394.547	Bs. 2.799.342	Bs. 5.508.137	Bs. 7.361.742	Bs. 10.455.288	Bs. 12.745.198
INGRESOS FINANCIEROS EGRESOS FINANCIEROS RESULTADO EN MONEDA EXT. RESULTADO MONETARIO	Bs. 1.084	Bs. 3.022	Bs. 15.489	Bs. 70.794	Bs. 186.887	Bs. 285.308	Bs. 315.419	Bs. 284.023
.+/- COSTO INTEGRAL DE FINANCIAMIENTO	-Bs. 1.084	-Bs. 3.022	-Bs. 15.489	-Bs. 70.794	-Bs. 186.887	-Bs. 285.308	-Bs. 315.419	-Bs. 284.023
. = RESULTADO ACTIVIDADES ORDINARIAS	Bs. 22.290	Bs. 88.700	Bs. 379.058	Bs. 2.728.547	Bs. 5.321.250	Bs. 7.076.433	Bs. 10.139.870	Bs. 12.461.174
.+/- RESULTADOS EXTRAORDINARIOS								
. = BENEFICIO ANTES DE IMPTOS.	Bs. 22.290	Bs. 88.700	Bs. 379.058	Bs. 2.728.547	Bs. 5.321.250	Bs. 7.076.433	Bs. 10.139.870	Bs. 12.461.174
.- IMPUESTOS				Bs. 900.421	Bs. 1.756.012	Bs. 2.335.223	Bs. 3.346.157	Bs. 4.112.188
. = BENEFICIO NETO	Bs. 22.290	Bs. 88.700	Bs. 379.058	Bs. 1.828.127	Bs. 3.565.237	Bs. 4.741.210	Bs. 6.793.713	Bs. 8.348.987

Fuente: elaboración propia

Tabla N° 9 Peso del estado de resultados sobre las ventas (Escenario Ecoanalítica)

ESTRUCTURA ECONOMICA								
ESTADO DE GANANCIAS Y PERDIDAS								
CONCEPTOS	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
. = VENTAS TOTALES	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
CONSUMOS(COMPRAS +/- VARIACION DE INVENTARIOS) OTROS COSTOS	81%	78%	77%	73%	73%	72%	71%	71%
. - COSTO DE VENTAS	81%	78%	77%	73%	73%	72%	71%	71%
. = UTILIDAD BRUTA EN VENTAS	19%	22%	23%	27%	27%	28%	29%	29%
.- GASTOS DE PERSONAL	0%	0%	2%	1%	2%	3%	3%	4%
.- AMORTIZACION Y DEPRECIACION	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
.- OTROS GASTOS OPERATIVOS	12%	9%	6%	5%	6%	8%	9%	8%
. = UTILIDAD NETA EN OPERACIONES	6%	13%	16%	21%	19%	17%	17%	17%
INGRESOS FINANCIEROS	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
EGRESOS FINANCIEROS	0%	0%	1%	1%	1%	1%	1%	0%
RESULTADO EN MONEDA EXT.	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
RESULTADO MONETARIO	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
.-/+ COSTO INTEGRAL DE FINANCIAMIENTO	0%	0%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	0%
. = RESULTADO ACTIVIDADES ORDINARIAS	6%	13%	15%	20%	19%	17%	16%	17%
.-/+ RESULTADOS EXTRAORDINARIOS	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
. = BENEFICIO ANTES DE IMPTOS.	6%	13%	15%	20%	19%	17%	16%	17%
.- IMPUESTOS	0%	0%	0%	7%	6%	6%	5%	5%
. = BENEFICIO NETO	6%	13%	15%	14%	13%	11%	11%	11%

Fuente: elaboración propia.

Tabla N° 10 Flujo de Caja proyectado (Escenario Ecoanalítica)

FLUJO DE CAJA					
(Expresado en miles de bolívares)					
	Proyecciones				
	2015-2016	2016-2017	2017-2018	2018-2019	2019-2020
Actividades Operativas					
= BENEFICIO NETO	1.828.127	3.565.237	4.741.210	6.793.713	8.348.987
AMORTIZACION (DEP.) ACUMULADA.	12.766	13.337	13.908	14.479	15.051
CUENTAS POR COBRAR COMERCIALES NETAS	-400.060	-609.001	-571.092	-813.558	-556.917
INVENTARIO NETO	-524.682	-647.950	-580.465	-837.445	-578.178
PREPAGADOS	57.324	-25.918	-23.219	-33.498	-23.127
BANCOS A CORTO PLAZO	143.238	189.645	232.342	195.148	86.483
CUENTAS POR PAGAR	367.974	441.784	395.772	570.985	394.212
RETENCIONES IVA	-19.171	31.571	31.406	38.307	24.035
Total actividades Operativas	1.465.515	2.958.706	4.239.863	5.928.132	7.710.546
Actividades de Inversión					
Total Actividades de Inversión	-	-	-	-	-
Flujo de caja libre	1.465.515	2.958.706	4.239.863	5.928.132	7.710.546
Actividades de Financiamiento					
RESERVAS	0	0	0	0	0
Total Actividades de Financiamiento	0	0	0	0	0
TOTAL FLUJO DE CAJA	1.465.515	2.958.706	4.239.863	5.928.132	7.710.546

Fuente: elaboración propia.

IV.1.2 Estados financieros (Escenario FMI)

Tabla N° 11 Balance General histórico y proyectado (Esceanrio FMI)

ESTRUCTURA FINANCIERA									
BALANCE GENERAL									
(Expresado en miles de bolívares)									
CONCEPTOS	FECHA 12/31/13	FECHA 12/31/14	FECHA 12/31/15	FECHA 12/31/16	FECHA 12/31/17	FECHA 12/31/18	FECHA 12/31/19	FECHA 12/31/20	
EFFECTIVO EN CAJA Y BANCOS	Bs. 30.218	Bs. 24.719	Bs. 264.505	Bs. 2.884.911	Bs. 25.308.322	Bs. 425.219.689	Bs. 11.658.230.406	Bs. 287.783.915.141	
CUENTAS POR COBRAR COMERCIALES	Bs. 4.159	Bs. 19.747	Bs. 152.850	Bs. 1.010.998	Bs. 12.093.456	Bs. 332.155.259	Bs. 11.629.957.160	Bs. 476.404.285.339	
INVENTARIO NETO	Bs. 19.611	Bs. 45.187	Bs. 68.946	Bs. 1.080.464	Bs. 12.622.035	Bs. 347.015.895	Bs. 12.161.742.156	Bs. 498.417.297.211	
PREPAGADOS	Bs. 7.186	Bs. 18.986	Bs. 81.069	Bs. 43.219	Bs. 504.881	Bs. 13.880.636	Bs. 486.469.686	Bs. 19.936.691.888	
ACTIVO CIRCULANTE	Bs. 61.174	Bs. 108.639	Bs. 554.425	Bs. 5.019.591	Bs. 50.528.695	Bs. 1.118.271.478	Bs. 35.936.399.408	Bs. 1.282.542.189.579	
TERRENOS	Bs. -	Bs. -	Bs. -	Bs. -	Bs. -	Bs. -	Bs. -	Bs. -	
EDIFICIOS E INSTALACIONES	Bs. 13.870	Bs. 11.728	Bs. 13.914	Bs. 13.914	Bs. 13.914	Bs. 13.914	Bs. 13.914	Bs. 13.914	
MAQUINARIAS Y EQUIPOS	Bs. 12.455	Bs. 8.734	Bs. 26.434	Bs. 26.434	Bs. 26.434	Bs. 26.434	Bs. 26.434	Bs. 26.434	
OTROS ACTIVOS FIJOS MATERIALES	Bs. -	Bs. -	Bs. -	Bs. -	Bs. -	Bs. -	Bs. -	Bs. -	
DEPRECIACIÓN ACUMULADA.	-Bs. 3.493	Bs. -	-Bs. 12.195	Bs. 12.766	-Bs. 13.337	-Bs. 13.908	-Bs. 14.479	-Bs. 15.051	
ACTIVOS FIJOS MATERIALES NETOS	Bs. 22.831	Bs. 20.462	Bs. 28.153	Bs. 27.582	Bs. 27.010	Bs. 26.439	Bs. 25.868	Bs. 25.297	
PRESTAMOS AL GRUPO A LARGO PLAZO	Bs. 529	Bs. -	Bs. -	Bs. -	Bs. -	Bs. -	Bs. -	Bs. -	
INMOVILIZADO NETO	Bs. 23.360	Bs. 20.462	Bs. 28.153	Bs. 27.582	Bs. 27.010	Bs. 26.439	Bs. 25.868	Bs. 25.297	
TOTAL ACTIVOS	Bs. 84.534	Bs. 129.101	Bs. 582.577	Bs. 5.047.172	Bs. 50.555.705	Bs. 1.118.297.917	Bs. 35.936.425.276	Bs. 1.282.542.214.876	
PRESTAMO BANCARIO	Bs. 30.120	Bs. 6.689	Bs. 96.743	Bs. 445.019	Bs. 5.340.222	Bs. 85.443.715	Bs. 1.623.419.479	Bs. 34.903.543.158	
CUENTAS POR PAGAR	Bs. 8.371	Bs. 10.325	Bs. 36.772	Bs. 736.680	Bs. 8.605.933	Bs. 236.601.746	Bs. 8.292.096.925	Bs. 339.829.975.371	
RETENCIONES IVA	Bs. 14.913	Bs. 9.457	Bs. 51.408	Bs. 59.085	Bs. 697.308	Bs. 16.102.273	Bs. 495.775.820	Bs. 18.736.675.926	
PASIVO CIRCULANTE	Bs. 53.403	Bs. 26.471	Bs. 184.923	Bs. 1.240.783	Bs. 14.643.463	Bs. 338.147.735	Bs. 10.411.292.224	Bs. 393.470.194.455	
PROVISIONES	Bs. 588	Bs. 1.977	Bs. 699						
PASIVO A LARGO PLAZO	Bs. 588	Bs. 1.977	Bs. 699	Bs. -	Bs. -	Bs. -	Bs. -	Bs. -	
TOTAL PASIVO	Bs. 53.991	Bs. 28.448	Bs. 185.621	Bs. 1.240.783	Bs. 14.643.463	Bs. 338.147.735	Bs. 10.411.292.224	Bs. 393.470.194.455	
CAPITAL SOCIAL SUSCRITO	Bs. 4.950	Bs. 4.950	Bs. 4.950	Bs. 1.697.096	Bs. 17.750.023	Bs. 389.868.993	Bs. 12.762.360.428	Bs. 444.535.804.112	
CAPITAL NO PAGADO	Bs. -	Bs. -	Bs. -						
CAPITAL SOCIAL NETO	Bs. 4.950	Bs. 4.950	Bs. 4.950	Bs. 1.697.096	Bs. 17.750.023	Bs. 389.868.993	Bs. 12.762.360.428	Bs. 444.535.804.112	
RESERVAS	Bs. 1.183	Bs. 1.183	Bs. 3.829	Bs. 3.829	Bs. 3.829	Bs. 3.829	Bs. 3.829	Bs. 3.829	
UTILIDADES NO DISTRIBUIDAS	Bs. 25.221	Bs. 104.921	Bs. 413.317	Bs. 2.105.463	Bs. 18.158.390	Bs. 390.277.360	Bs. 12.762.768.795	Bs. 444.536.212.479	
REVALORIZACION, ACTUALIZ. PATRIM.	Bs. -	Bs. -	Bs. -						
PATRIMONIO	Bs. 31.355	Bs. 111.055	Bs. 422.096	Bs. 3.806.389	Bs. 35.912.242	Bs. 780.150.182	Bs. 25.525.133.052	Bs. 889.072.020.421	
Activo	Bs. 5.047.172	Bs. 50.555.705	Bs. 1.118.297.917	Bs. 35.936.425.276	Bs. 1.282.542.214.876				
Pasivo + Patrimonio	Bs. 5.047.172	Bs. 50.555.705	Bs. 1.118.297.917	Bs. 35.936.425.276	Bs. 1.282.542.214.876				
Activo-(Pasivo+Patrimonio)	Bs. -	Bs. -	Bs. -	Bs. -	Bs. -				

Fuente: elaboración propia.

Tabla N° 12 Estado de Resultados histórico y proyectado (Escenario FMI)

ESTRUCTURA ECONOMICA								
ESTADO DE GANANCIAS Y PERDIDAS								
CONCEPTOS	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
. = VENTAS TOTALES	Bs. 359.771	Bs. 697.457	Bs. 2.525.246	Bs. 24.600.946	Bs. 294.274.104	Bs. 8.082.444.627	Bs. 282.995.624.215	Bs. 11.592.504.276.592
COSTO DE INVENTARIO OTROS COSTOS	Bs. 291.477	Bs. 540.634	Bs. 1.932.418	Bs. 17.925.872	Bs. 209.411.041	Bs. 5.757.309.162	Bs. 201.774.358.505	Bs. 8.269.196.067.359
. - COSTO DE VENTAS	Bs. 291.477	Bs. 540.634	Bs. 1.932.418	Bs. 17.925.872	Bs. 209.411.041	Bs. 5.757.309.162	Bs. 201.774.358.505	Bs. 8.269.196.067.359
. = UTILIDAD BRUTA EN VENTAS	Bs. 68.295	Bs. 156.823	Bs. 592.828	Bs. 6.675.074	Bs. 84.863.063	Bs. 2.325.135.465	Bs. 81.221.265.710	Bs. 3.323.308.209.233
.- GASTOS DE PERSONAL			Bs. 40.722	Bs. 220.304	Bs. 5.412.697	Bs. 257.174.051	Bs. 9.418.986.622	Bs. 585.060.059.115
.- AMORTIZACION Y DEPRECIACION			Bs. 571	Bs. 571	Bs. 571	Bs. 571	Bs. 571	Bs. 571
.- OTROS GASTOS OPERATIVOS	Bs. 44.920	Bs. 65.101	Bs. 156.989	Bs. 1.287.310	Bs. 29.608.131	Bs. 917.853.838	Bs. 33.960.353.356	Bs. 1.426.335.859.766
. = UTILIDAD NETA EN OPERACIONES	Bs. 23.374	Bs. 91.722	Bs. 394.547	Bs. 5.166.888	Bs. 49.841.664	Bs. 1.150.107.005	Bs. 37.841.925.161	Bs. 1.311.912.289.781
INGRESOS FINANCIEROS EGRESOS FINANCIEROS RESULTADO EN MONEDA EXT. RESULTADO MONETARIO	Bs. 1.084	Bs. 3.022	Bs. 15.489	Bs. 115.705	Bs. 1.922.480	Bs. 39.304.109	Bs. 909.114.908	Bs. 23.036.338.484
.+/- COSTO INTEGRAL DE FINANCIAMIENTO	-Bs. 1.084	-Bs. 3.022	-Bs. 15.489	-Bs. 115.705	-Bs. 1.922.480	-Bs. 39.304.109	-Bs. 909.114.908	-Bs. 23.036.338.484
. = RESULTADO ACTIVIDADES ORDINARIAS	Bs. 22.290	Bs. 88.700	Bs. 379.058	Bs. 5.051.183	Bs. 47.919.184	Bs. 1.110.802.896	Bs. 36.932.810.253	Bs. 1.288.875.951.297
.+/- RESULTADOS EXTRAORDINARIOS								
. = BENEFICIO ANTES DE IMPTOS.	Bs. 22.290	Bs. 88.700	Bs. 379.058	Bs. 5.051.183	Bs. 47.919.184	Bs. 1.110.802.896	Bs. 36.932.810.253	Bs. 1.288.875.951.297
.- IMPUESTOS				Bs. 1.666.891	Bs. 15.813.331	Bs. 366.564.956	Bs. 12.187.827.383	Bs. 425.329.063.928
. = BENEFICIO NETO	Bs. 22.290	Bs. 88.700	Bs. 379.058	Bs. 3.384.293	Bs. 32.105.853	Bs. 744.237.940	Bs. 24.744.982.870	Bs. 863.546.887.369

Fuente: elaboración propia.

Tabla N° 13 Peso del Estado de Resultados sobre las ventas (Escenario FMI)

ESTRUCTURA ECONOMICA								
ESTADO DE GANANCIAS Y PERDIDAS								
CONCEPTOS	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
. = VENTAS TOTALES	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
CONSUMOS(COMPRAS +/- VARIACION DE INVENTARIOS)	81%	78%	77%	73%	71%	71%	71%	71%
OTROS COSTOS								
. - COSTO DE VENTAS	81%	78%	77%	73%	71%	71%	71%	71%
. = UTILIDAD BRUTA EN VENTAS	19%	22%	23%	27%	29%	29%	29%	29%
.- GASTOS DE PERSONAL	0%	0%	2%	1%	2%	3%	3%	5%
.- AMORTIZACION Y DEPRECIACION	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
.- OTROS GASTOS OPERATIVOS	12%	9%	6%	5%	10%	11%	12%	12%
. = UTILIDAD NETA EN OPERACIONES	6%	13%	16%	21%	17%	14%	13%	11%
INGRESOS FINANCIEROS	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
EGRESOS FINANCIEROS	0%	0%	1%	0%	1%	0%	0%	0%
RESULTADO EN MONEDA EXT.	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
RESULTADO MONETARIO	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
.-/+ COSTO INTEGRAL DE FINANCIAMIENTO	0%	0%	-1%	0%	-1%	0%	0%	0%
. = RESULTADO ACTIVIDADES ORDINARIAS	6%	13%	15%	21%	16%	14%	13%	11%
.-/+ RESULTADOS EXTRAORDINARIOS	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
. = BENEFICIO ANTES DE IMPTOS.	6%	13%	15%	21%	16%	14%	13%	11%
.- IMPUESTOS	0%	0%	0%	7%	5%	5%	4%	4%
. = BENEFICIO NETO	6%	13%	15%	14%	11%	9%	9%	7%

Fuente: elaboración propia.

Tabla N° 14 Flujo de Caja proyectado (Escenario FMI)

FLUJO DE CAJA					
(En Bolívares Fuertes Nominales)					
	Proyecciones				
	2015-2016	2016-2017	2017-2018	2018-2019	2019-2020
Actividades Operativas					
= BENEFICIO NETO	3.384.293	32.105.853	744.237.940	24.744.982.870	863.546.887.369
AMORTIZACION (DEP.) ACUMULADA.	12.766	13.337	13.908	14.479	15.051
CUENTAS POR COBRAR COMERCIALES NETAS	-858.148	-11.082.459	-320.061.802	-11.297.801.901	-464.774.328.180
INVENTARIO NETO	-1.011.518	-11.541.572	-334.393.859	-11.814.726.262	-486.255.555.054
PREPAGADOS	37.850	-461.663	-13.375.754	-472.589.050	-19.450.222.202
PRESTAMO BANCARIO	348.275	4.895.204	80.103.493	1.537.975.764	33.280.123.679
CUENTAS POR PAGAR	699.908	7.869.254	227.995.813	8.055.495.178	331.537.878.446
RETENCIONES IVA	7.677	638.223	15.404.965	479.673.547	18.240.900.106
Total actividades Operativas	2.621.104	22.436.177	399.924.704	11.233.024.626	276.125.699.214
Actividades de Inversión					
Total Actividades de Inversión	-	-	-	-	-
Flujo de caja libre	2.621.104	22.436.177	399.924.704	11.233.024.626	276.125.699.214
Actividades de Financiamiento					
RESERVAS	0	0	0	0	0
Total Actividades de Financiamiento	0	0	0	0	0
TOTAL FLUJO DE CAJA	2.621.104	22.436.177	399.924.704	11.233.024.626	276.125.699.214

Fuente: elaboración propia.

IV.1 Análisis preliminar de la empresa.

Para comenzar a interpretar resultados de la valoración, se debe precisar cómo se desempeñaba la empresa antes de proyectar sus cifras y valorarlas, es decir se procederá a realizar una evaluación de la situación de la compañía para finales de 2015.

Mediante los indicadores de liquidez y de solvencia se puede evaluar la situación financiera de la PYME modelo.

Tabla N° 15 Indicadores previos a la aplicación de Escenarios.

Indicadores de liquidez - 2015	
Razón de liquidez	2,998
Razón ácida	2,625
Razón súper ácida	1,360
Capital de trabajo	369.501,92

Indicadores de solvencia - 2015	
Endeudamiento	31,86%
Apalancamiento	43,98%

Fuente: cálculos propios.

El resultado de cada uno de los indicadores establece una situación financiera para la empresa a finales de 2015. La razón de liquidez indica la capacidad de la empresa de cubrir sus obligaciones a corto plazo, la prueba ácida y la prueba súper ácida miden lo mismo que la razón de liquidez sólo que desde un punto de vista más directo, explicando un poco mejor, la razón de liquidez mide la capacidad de pago de sus obligaciones a corto plazo en función de sus activos circulantes (no todos son tan líquidos), en cambio la razón súper ácida mide la misma capacidad pero en función de su efectivo, simplemente el criterio es más fuerte por ser “súper ácido”. Sin embargo, podemos observar que con cualquier indicador de liquidez la empresa puede cubrir sus obligaciones a corto plazo sin problemas. La razón de liquidez indica que puede pagar 2,998 veces sus obligaciones a corto plazo en función de sus activos, 2,625 veces y 1,360 veces.

El capital de trabajo también forma parte de los indicadores de solvencia, el mismo demuestra el remanente monetario de la empresa luego de cumplir con sus obligaciones a corto plazo, el resultado de este indicador arroja un valor monetario de Bs. 369.501,92 el cual se considera favorable para la empresa.

Asimismo, los indicadores de liquidez muestran la realidad de capacidad de pago de la empresa, en cambio los indicadores de solvencia muestran en qué medida se encuentra endeudada la empresa.

El indicador de endeudamiento arroja un valor de 31,86%; este valor indica la proporción de los activos comprometidos en deuda con los acreedores, es una proporción razonable considerando que las tasas de interés en Venezuela se han mantenido bajas en los últimos años.¹⁴ Asimismo el indicador de capitalización arroja un valor de 43,98%, este valor indica la proporción en la que está comprometido el patrimonio con los acreedores.

Existen otros indicadores que sirven para representar la situación financiera de la empresa, el margen bruto, el margen operativo, el margen neto el ROE y el ROA.

Tabla N° 16 Indicadores de rentabilidad previo a los escenarios

Indicadores de rentabilidad - 2015	
Margen Bruto	23,48%
Margen Operativo	15,62%
Margen Neto	15,01%
ROE	89,80%
ROA	65,07%

Fuente: cálculos propios.

El margen de la empresa antes de gastos e impuestos es de 23,48%, a medida que a este margen se le va añadiendo partidas que lo deducen, el mismo disminuirá como puede verse en la tabla N° 16 donde el margen neto (el margen bruto menos gastos operativos y menos impuestos) es menor. Sin embargo el margen neto que obtiene la empresa en 2015 es positivo, es decir la empresa está generando riqueza.

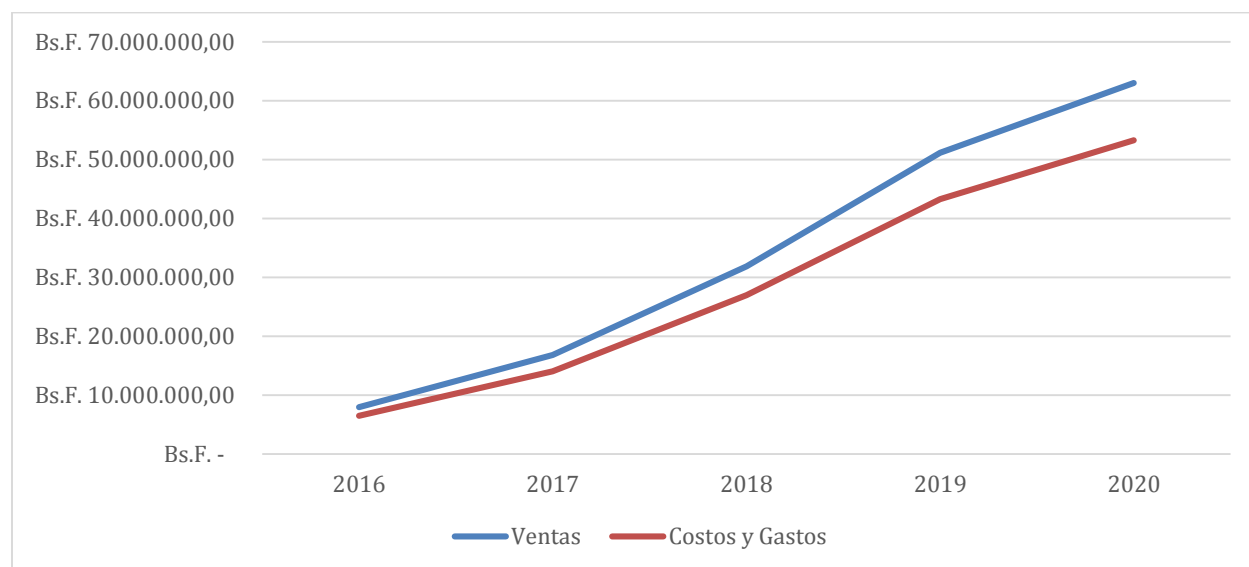
¹⁴ Se puede observar a través de portal web del BCV

La rentabilidad de los activos (ROA) arroja un valor de 65,07%, este valor indica el rendimiento que tienen los activos sobre el resultado del negocio, es decir que los activos están siendo utilizados de manera eficiente. La rentabilidad del capital (ROE) arroja un valor de 89,80% lo que quiere decir que el aporte de los inversionistas rinde a una tasa beneficiosa para ellos, es decir el capital tiene un buen rendimiento con respecto a la utilidad del negocio. En conclusión, en 2015 la empresa se encontraba en una situación financiera favorable para el funcionamiento del modelo de negocio que se mantenía en marcha, no existía ningún incentivo para hacer una reestructuración del negocio.

IV.2 Escenario de Ecoanalítica.

Este escenario se caracteriza por ser positivo, las variables macroeconómicas poseen un comportamiento favorable para el futuro panorama de Venezuela. Lo antes mencionado puede observarse, cuando se contrasta con el otro escenario en cuestión (escenario del FMI) donde las variables macroeconómicas poseen unas variaciones cuantiosas, las que se presume que explican un desempeño negativo sobre la economía en general y en particular con la manera de hacer negocio para la PYME modelada. En el siguiente apartado de este capítulo veremos el análisis de los resultados en el escenario negativo.

Gráfico N° 4 Evolución de las ventas, de los costos y gastos (Escenario Ecoanalítica)



Fuente: elaboración propia.

Se puede observar como desde el 2016 hasta el 2020 el comportamiento de las ventas comparado con los costos y los gastos se han ido alejando progresivamente en el tiempo. La diferencia entre las ventas y los costos y gastos es el margen operativo de la empresa, el cual va aumentando con el paso del tiempo.

Existe una explicación para este tipo de comportamiento, el margen operativo (la brecha) es ocasionado por el comportamiento de los costos, gastos y ventas; cada una de estas variables aumenta de una forma distinta, como se explica en el apartado de supuestos en el Capítulo III.

El mecanismo que explica el comportamiento de la gráfica está compuesto por varios factores y para comprender este mecanismo es necesario enmarcar la dificultad que le genera a la PYME las condiciones presentes en el modelo.

El problema para la empresa se genera en la diferencia de la evolución de las ventas, los costos y los gastos. Por un lado, las ventas son el resultado de la multiplicación de los precios por las cantidades y la evolución de los precio de venta se ven limitados con respecto a la inflación. Su evolución es limitada debido a que existen artículos en los cuales los precios están regulados y son estipulados directamente por la SUNDDE (PJ) y hay artículos a los cuales se les coloca el precio en base al margen máximo de ganancia (PMVP).

Por otro lado, tenemos los gastos que son valores que no se encuentran limitados, los mismos crecen a medida que aumenta el nivel de precios de la economía. Estos gastos, hacen referencia a los pagos de sueldos, salarios, y los gastos administrativos.

Dicho esto, se puede ver el Gráfico N° 4 desde el punto de vista correcto, los valores de las ventas que bajo una alta inflación aumentan menos que proporcional que los valores de los gastos. Esto demuestra que mientras más alto sea el nivel inflacionario, menor será el margen bruto de la empresa.

Precisamente en este escenario los niveles inflacionarios proyectados para 2016 son más altos que los niveles inflacionarios proyectados para 2020, demostrando así que la Ley Orgánica de Precios sumada a un alto entorno inflacionario deteriora el valor de la empresa. Se puede apreciar mejor en la siguiente gráfica.

Gráfico N° 5 Evolución de la tasa de inflación en períodos históricos y proyectados.



Fuente: elaboración propia.

Asimismo, el hecho de que la tasa de inflación comience muy alta y luego tenga un comportamiento decreciente permite que la empresa aumente su margen bruto cada vez más, este efecto se traslada al margen operativo, al margen neto de la empresa y finalmente se traduce en generación de valor.

Tabla N° 17 Valoración previa a la aplicación de estrategias de negocio (Escenario Ecoanalítica)

	2016	2017	2018	2019	2020
Tasa WACC	300,09%	175,46%	128,45%	79,01%	38,91%
Tasa de Crecimiento del flujo de caja libre	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

	2016	2017	2018	2019	2020
Flujo de caja libre	1.465.515,45	2.958.705,91	4.239.862,58	5.928.131,90	7.710.545,77
Flujo de caja descontado	366.300,74	389.914,16	355.593,74	577.368,57	1.490.606,13

Valor de Continuidad	2.569.451,24
Valor de Continuidad Descontado	0,00
Suma de flujos descontados	3.179.783,35
TOTAL VALOR DE LA EMPRESA	3.179.783,35

Fuente: cálculos propios.

En la tabla anterior podemos observar que después de la aplicación del método de flujos de caja descontado, obtenemos el valor que representa la empresa es decir, lo que representan todos los flujos futuros de la compañía en el momento presente. De esta forma se concluye que la generación de valor es mayor a medida que los niveles inflacionarios sean más bajos.

Basado en los análisis de resultados anteriormente expuestos, se procede a usar el planteamiento teórico formulado en el análisis de Dupont, explicado en el Capítulo II del presente trabajo, para conseguir alguna estrategia de negocios que ayude a generar valor. Según Dupont se puede estructurar las posibles estrategias de negocio basadas en 3 aspectos: la rotación de activos de la empresa, los márgenes de ganancia y el financiamiento.

En el caso de los márgenes de ganancia de la empresa, la estrategia está limitada por la Ley Orgánica de Precios que regula dichos márgenes, convirtiendo esta estrategia en inviable para aumentar el valor de la empresa.

Por otro lado, el manejo del financiamiento a nivel teórico consiste en aumentar la cantidad de recursos disponibles para que permitan incrementar la productividad de la empresa sin tener que usar recursos propios. El nivel de endeudamiento no debe ser tan alto como para comprometer los flujos de caja futuros en el pago de las amortizaciones y los intereses.

La rotación de activos es una estrategia de negocio válida ya que, si se mantiene un nivel de inventario por un período de tiempo muy alto (más de 30 días) al momento de su venta el

precio queda rezagado con respecto a su valor en el mercado debido a los niveles inflacionarios altos y al hecho de no poder aumentar el precio siguiendo la norma pautada por la Ley Orgánica de Precios, incurriendo en un costo de oportunidad¹⁵. Además se genera un diferencial que pudiera ser negativo con respecto al costo de reposición de inventario. Esto último dependiendo de la velocidad de la inflación y del tiempo de reposición.

¹⁵, “Beneficio máximo alternativo que podría haber obtenido si el bien producto, servicio o capacidad se hubiese aplicado a algún uso alternativo” Diccionario de administración y finanzas - Página 102

IV.2.1 Análisis de DuPont.

El análisis de Dupont en el escenario de Ecoanalítica indica que la compañía muestra una mayor eficiencia cuando la inflación es mayor. Esto ocurre debido a que la rotación de activos se muestra mucho más eficiente en los períodos de mayor inflación. La razón que es que los niveles de venta son mucho mayores en los períodos de mayor inflación, lo que mejora la relación de ventas con respecto a los niveles de activo. Es decir, la rotación de los activos totales es mayor en los períodos de mayor inflación.

En el caso del apalancamiento financiero, debido a la política de la empresa del fortalecimiento del patrimonio del capital social, sumado a la disminución del ritmo de caja en los periodos de inflación más baja (la caja afecta directamente al nivel de banco). Disminuye la eficiencia del apalancamiento financiero a medida que va disminuyendo la inflación.

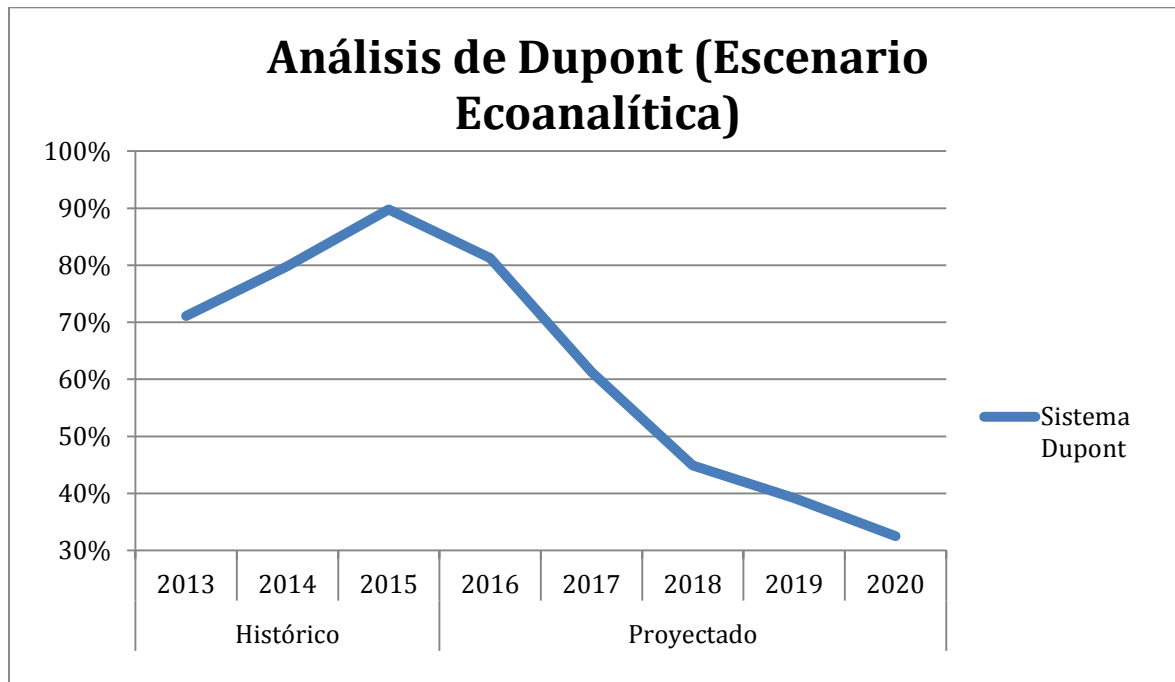
A pesar que los márgenes de ganancia disminuyen, y que la eficiencia en las estrategias de negocio va disminuyendo también, es importante realizar un análisis del desempeño en términos reales ya que una de las debilidades de este análisis es que no toma en cuenta el peso ponderado del capital en el tiempo.

Tabla N° 18 Cálculo del índice DuPont.

Análisis Dupont (Escenario Ecoanalítica)								
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Utilidad neta/Ventas	0,06	0,13	0,15	0,14	0,13	0,11	0,11	0,11
Ventas/Activo Fijo	4,26	5,40	4,33	4,60	3,95	3,36	3,07	2,60
Activo/Patrimonio	2,70	1,16	1,38	1,30	1,23	1,19	1,16	1,13
Sistema Dupont	71%	80%	90%	81%	61%	45%	39%	32%

Fuente: cálculos propios.

Gráfico N° 6 Evolución del índice de Dupont (Escenario Ecoanalítica)



Fuente: elaboración propia.

IV.2.1 Aplicación del modelo de Altman a la empresa bajo el escenario de Ecoanalítica.

Previo a la realización del análisis real de los resultados, se consideró incluir el índice Z propuesto por Altman, el cual tiene como finalidad evaluar si la empresa se encuentra en una situación de quiebra.

Tabla N° 19 Cálculo del índice de Altman (Escenario Ecoanalítica)

Modelo Altman Z-Score (Escenario Ecoanalítica)								
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
A (1.2)	0,09	0,64	0,63	0,76	0,81	0,84	0,86	0,89
B (1.4)	0,30	0,81	0,71	0,64	0,66	0,68	0,69	0,71
C (3.3)	0,28	0,71	0,68	0,96	0,77	0,59	0,52	0,44
D (0.6)	0,58	3,90	2,27	3,32	4,34	5,28	6,19	7,77
E (1.0)	4,26	5,40	4,33	4,60	3,95	3,36	3,07	2,60
Altman Z-Score	6,04	11,99	9,69	11,55	10,99	10,42	10,50	10,77

Fuente: cálculos propios

Al aplicarse el modelo Z de Altman a la empresa para evaluar su riesgo de quiebra, se observa que claramente el desempeño de la empresa es positivo y no existe un riesgo de quiebra,

al contrario, su desempeño es altamente positivo. Esto ocurre debido a que una empresa entra en quiebra cuando no es capaz de asumir sus compromisos, costos y gastos.

En el caso de una economía con un nivel inflacionario elevado, como la venezolana, incluso en el caso de Ecoanalítica, los ingresos, en comparación con los niveles de préstamo bancario, sumado a que en el modelo, los costos y gastos siempre van a ser menores que los ingresos, generarán un flujo de caja lo suficientemente bueno como para cumplir con los compromisos y hacer frente a la operatividad normal de la empresa.

Además, la política de no distribución de las utilidades, del aumento del capital social y de un incremento de los niveles de endeudamiento menos que proporcional que la inflación hacen que en términos operativos la empresa se muestre saludable tenga una nula probabilidad de quiebra.

Por ende se puede afirmar que en términos nominales la empresa muestra señales de ser sustentable y de generar utilidad. El análisis se debe hacer en términos reales para determinar si efectivamente, su valor va creciendo y el negocio no se ve afectado por la Ley Orgánica de Precios Justos.

IV.2.2 Estrategias de Negocio en el escenario de Ecoanalítica.

Se comienza por aplicar la estrategia de negocio relacionada con los niveles de financiamiento, para esto se requiere modificar el supuesto de financiamiento. Este supuesto establece que los préstamos bancarios de la empresa aumentaban en proporción de 50% de la inflación, en esta estrategia de negocio supondremos que la empresa considera el punto central de su negocio el financiamiento de sus operaciones al nivel más alto posible, en efecto el porcentaje de aumento de los préstamos bancarios aumenta al 100% y esto es lo que ocurre:

Tabla N° 20 Estrategia de negocio de aumento del financiamiento (Escenario Ecoanalítica)

Datos con 100% de aumento del credito anual con respecto a la inflación					
	2016	2017	2018	2019	2020
Tasa WACC	291,25%	167,54%	120,63%	74,25%	37,39%
Tasa de Crecimiento del flujo de caja libre	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
	2016	2017	2018	2019	2020
Flujo de caja libre	1.586.905,78	3.232.540,72	4.715.700,91	6.402.138,59	7.710.308,25
Flujo de caja descontado	405.597,29	451.598,24	439.092,66	694.444,33	1.574.885,65
Valor de Continuidad	2.647.301,84				
Valor de Continuidad Descontado	0,00				
Suma de flujos descontados	3.565.618,17				
TOTAL VALOR DE LA EMPRESA	3.565.618,17				
Datos con 50% de aumento del credito anual con respecto a la inflación					
	2016	2017	2018	2019	2020
Tasa WACC	300,09%	175,46%	128,45%	79,01%	38,91%
Tasa de Crecimiento del flujo de caja libre	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
	2016	2017	2018	2019	2020
Flujo de caja libre	1.464.816,94	2.958.705,91	4.239.862,58	5.928.131,90	7.710.545,77
Flujo de caja descontado	366.126,15	389.914,16	355.593,74	577.368,57	1.490.606,13
Valor de Continuidad	2.569.451,24				
Valor de Continuidad Descontado	0,00				
Suma de flujos descontados	3.179.608,76				
TOTAL VALOR DE LA EMPRESA	3.179.608,76				

Fuente: cálculos propios.

En la tabla anterior claramente se observa que el valor que genera la empresa cuando aumenta sus niveles de financiamiento es más alto, es decir los flujos de caja futuros valen más en el momento presente cuando se establece una estrategia de negocio de aumento del financiamiento.

Pasando a la siguiente estrategia de negocio, la cual se centra en el aumento de la rotación de inventario o dicho de otra manera la disminución de inventarios almacenados. Siguiendo la metodología de la estrategia anterior, se modifican los supuestos de rotación de inventario, pasa de 22 días a 10 días, asumiendo que la empresa concentra sus esfuerzos en vender lo más rápido posible para disminuir los efectos inflacionarios. Aplicando los nuevos supuestos sucede lo siguiente:

Tabla N° 21 Estrategia de negocio de aumento de rotación de inventario (Escenario Ecoanalítica)

Datos con un supuesto de 10 días de inventario					
	2016	2017	2018	2019	2020
Tasa WACC	300,09%	175,46%	128,45%	79,01%	38,91%
Tasa de Crecimiento del flujo de caja libre	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
	2016	2017	2018	2019	2020
Flujo de caja libre	1.801.565,98	3.326.270,41	4.569.144,62	6.403.191,53	8.038.530,43
Flujo de caja descontado	450.295,46	438.353,79	383.210,35	623.636,86	1.554.012,27
Valor de Continuidad	2.678.748,38				
Valor de Continuidad Descontado	0,00				
Suma de flujos descontados	3.449.508,72				
TOTAL VALOR DE LA EMPRESA	3.449.508,72				

Datos con un supuesto de 22 días de inventario					
	2016	2017	2018	2019	2020
Tasa WACC	300,09%	175,46%	128,45%	79,01%	38,91%
Tasa de Crecimiento del flujo de caja libre	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
	2016	2017	2018	2019	2020
Flujo de caja libre	1.464.816,94	2.958.705,91	4.239.862,58	5.928.131,90	7.710.545,77
Flujo de caja descontado	366.126,15	389.914,16	355.593,74	577.368,57	1.490.606,13
Valor de Continuidad	2.569.451,24				
Valor de Continuidad Descontado	0,00				
Suma de flujos descontados	3.179.608,76				
TOTAL VALOR DE LA EMPRESA	3.179.608,76				

Fuente: cálculos propios.

Al igual que en la estrategia anterior, se puede observar que la aplicación de la misma se traduce en un aumento de valor, esto quiere decir que la empresa al aumentar los días que se tarda en rotar el inventario genera un mayor valor debido a que los niveles inflacionarios no aumentan tan rápido como la velocidad en la que la empresa rota sus existencias provocando así que la Ley Orgánica de Precios no te limite el ajuste de un precio que se mantuvo rezagado debido al extenso tiempo de almacenamiento.

Es importante mencionar que en Venezuela el análisis con respecto a variedad de estrategias de negocio es bastante limitado debido a la situación política que tiene el país. Se podría sugerir una estrategia de negocio de cobertura es decir, que la empresa se cubriera de los altos niveles inflacionarios posicionando su utilidad en otras divisas como por ejemplo dólares. Esta estrategia se ve limitada debido a que los canales lícitos de obtención de divisas poseen una

insuficiencia de oferta generada por el gobierno y optar por cubrirse con divisas provenientes del mercado negro agrega un riesgo muy alto debido a que se transformaría en una estrategia ilícita.

Otra estrategia de negocio que suele ser bastante común para el aumento de valor es la reducción de costos y gastos. Se podrían aplicar políticas dentro de la empresa para intentar disminuir el impacto de los costos y los gastos sobre el margen bruto, pero dichas políticas se ven limitadas nuevamente por la legislación venezolana. Por ejemplo una política para reducción de los gastos sería el recorte de personal, el cual es inviable debido a la inamovilidad laboral que existe en Venezuela. El análisis para la implementación de mecanismos que pueden disminuir costos y gastos es limitado y por esta razón solo se realizan dos estrategias de negocio, las cuales son más factibles que cualquier otra alternativa.

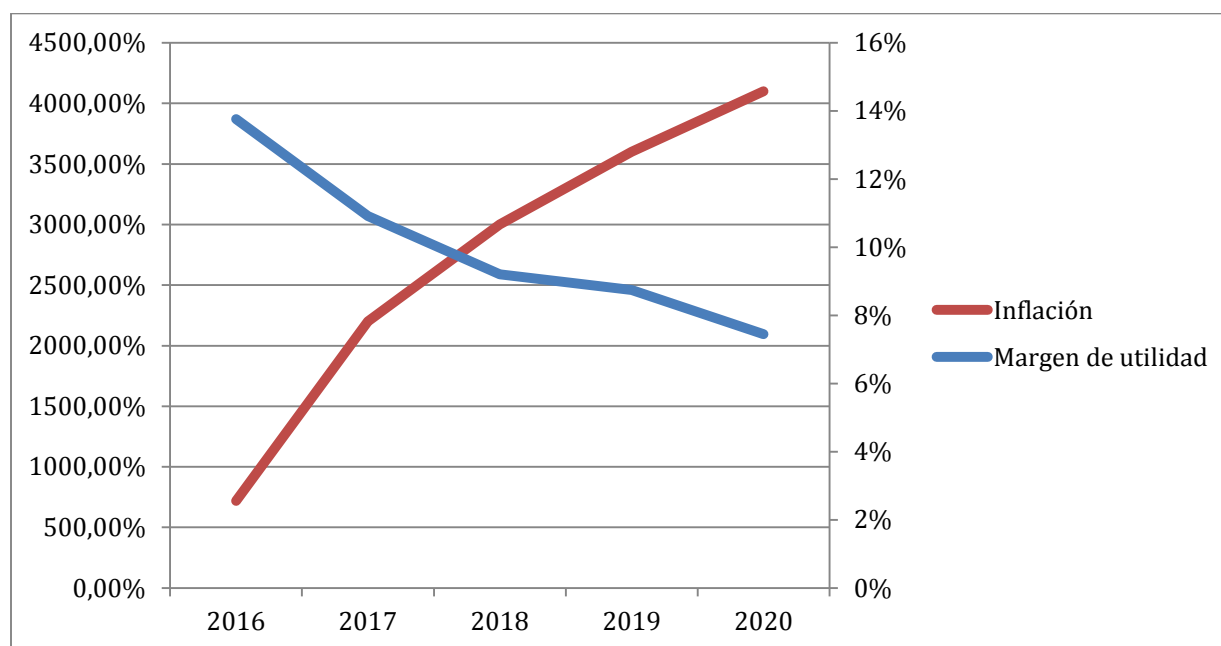
Adicional a las estrategias ya mencionadas, otra opción para intentar aumentar el valor de la empresa es centrar esfuerzos en vender más productos que no estén regulados por PJ. Al vender más productos con la modalidad de precio de PMVP permite generar más valor debido a que los precios de estos productos tienden a ser más altos. Esta estrategia no se aplicó debido a la escasez relativa latente en el mercado venezolano, la cual en productos básicos llegó a 82,8% en el mes de abril en la ciudad de Caracas según datos recogidos por la firma encuestadora Datanálisis.

Esta estrategia de negocio dependerá exclusivamente de la disponibilidad de productos y de la situación económica del país y aplica para los dos escenarios planteados en la presente investigación.

IV.3 Escenario FMI

Para comprender como se desempeña la empresa bajo este alto entorno inflacionario y con la regulación de la Ley de Costos y Precios Justos se debe observar en el gráfico N° 5 donde se muestra como a medida que la inflación aumenta, disminuye el margen neto de ganancia.

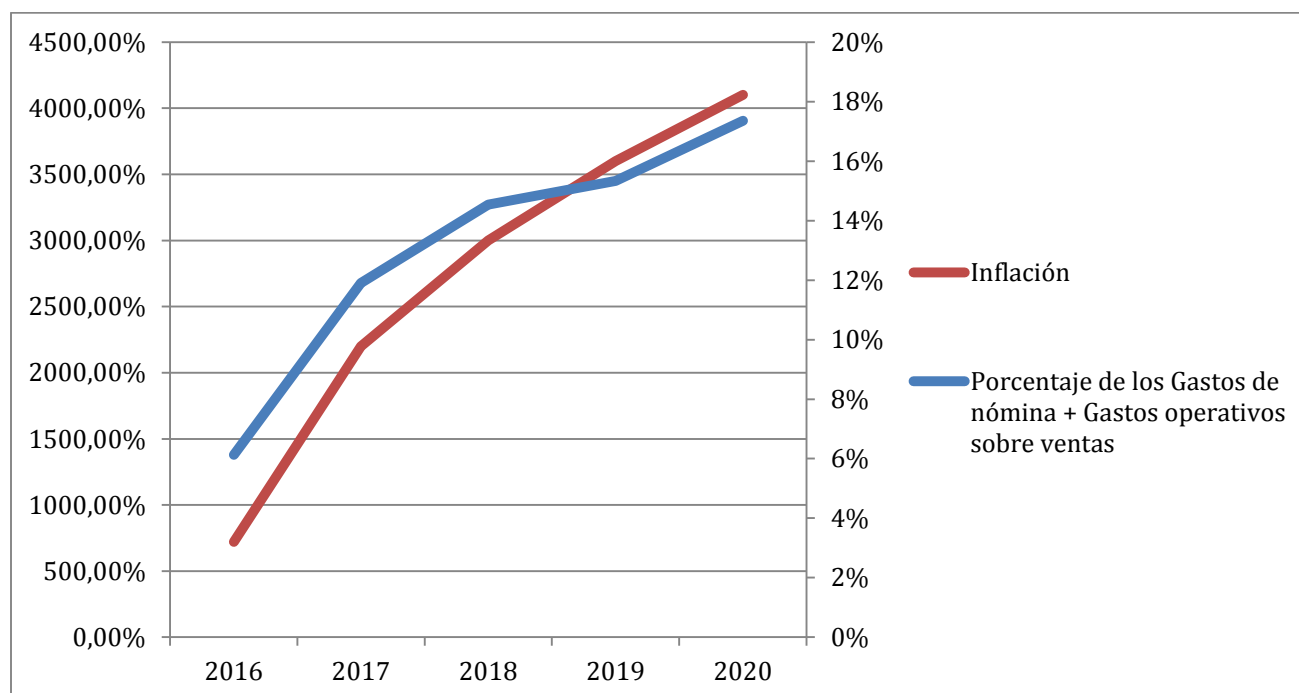
Gráfico N° 7 Comportamiento de la inflación y el margen de utilidad (Escenario FMI)



Fuente: elaboración propia.

Esto ocurre debido a que los costos van aumentando a un ritmo distinto al de las ventas, disminuyendo cada vez más el margen que la empresa necesita para generar valor.

Gráfico N° 8 Comportamiento de los gastos y la inflación (Escenario FMI)

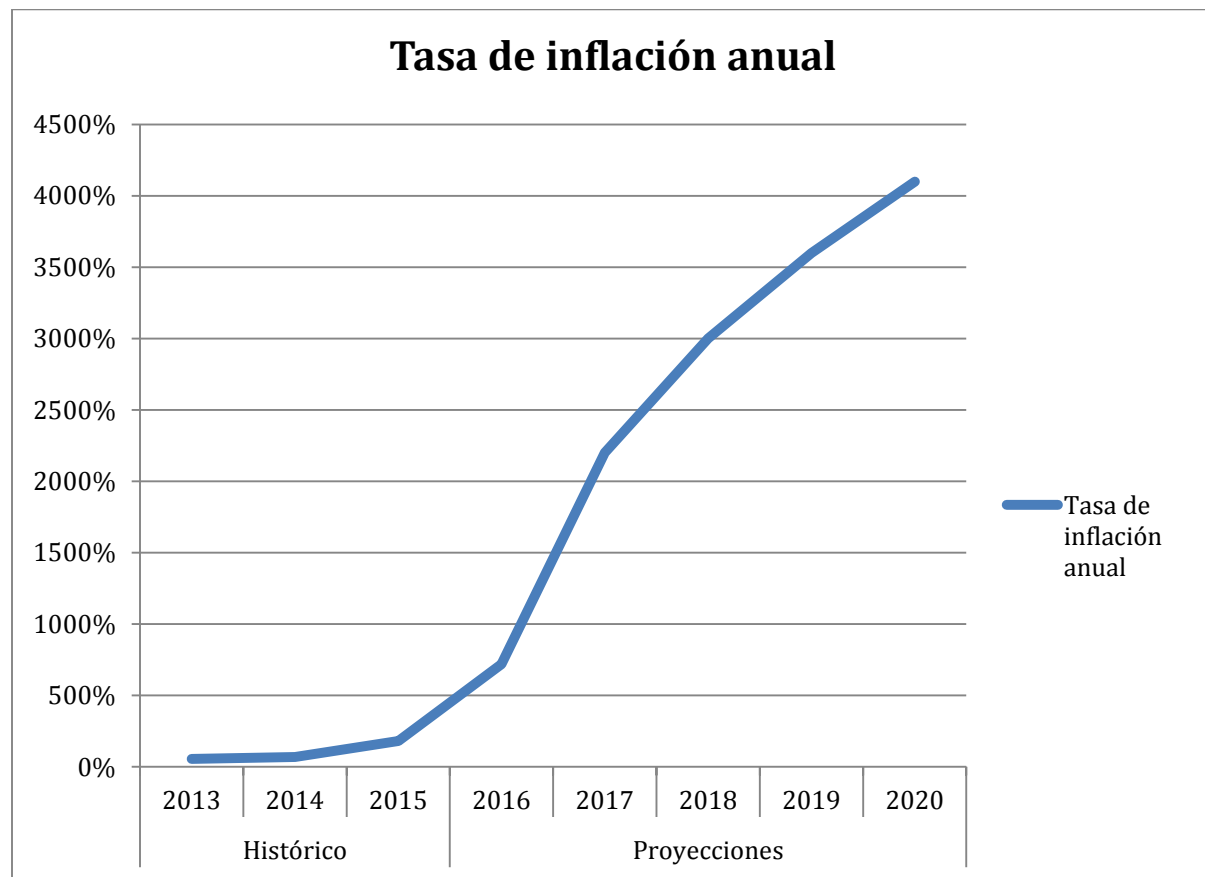


Fuente: elaboración propia.

La empresa, requiere de ajuste de precios más altos para poder hacer frente al aumento de los gastos sin sacrificar margen neto de ganancia. Estos ajustes no ocurren debido a que la Ley frena el aumento de los precios.

Como el margen neto de ganancia se calcula en base a las ventas, se puede observar en el estado de resultados del FMI que las ventas proyectadas en términos nominales van creciendo a un alto ritmo debido al efecto inflacionario. Esto genera un aumento en la utilidad en la empresa, observable en los flujos de caja libre que produce la empresa en cada año.

Gráfico N° 9 Evolución de la tasa de inflación histórica y proyectada.



Fuente: elaboración propia.

Pero a pesar que los flujos de caja van aumentando, el nivel de precios en la economía también, y eso obliga a realizar el análisis en términos reales. De esta manera se procede a descontar los flujos de caja libre a las diferentes tasas WACC descritas en el capítulo anterior.

Tabla N° 22 Valoración previa a la aplicación de estrategias de negocio (Escenario FMI)

(En miles de Bs)	2016	2017	2018	2019	2020
Tasa WACC	695,67%	2021,04%	2724,02%	3297,96%	3706,02%
Tasa de Crecimiento del flujo de caja libre	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

(Expresados en miles de Bs)	2016	2017	2018	2019	2020
Flujo de caja libre	2.620.405,36	22.436.177,28	399.924.704,11	11.233.024.625,77	276.125.699.214,15
Flujo de caja descontado	329.332,96	49.871,57	17.757,17	8.426,08	3.457,42

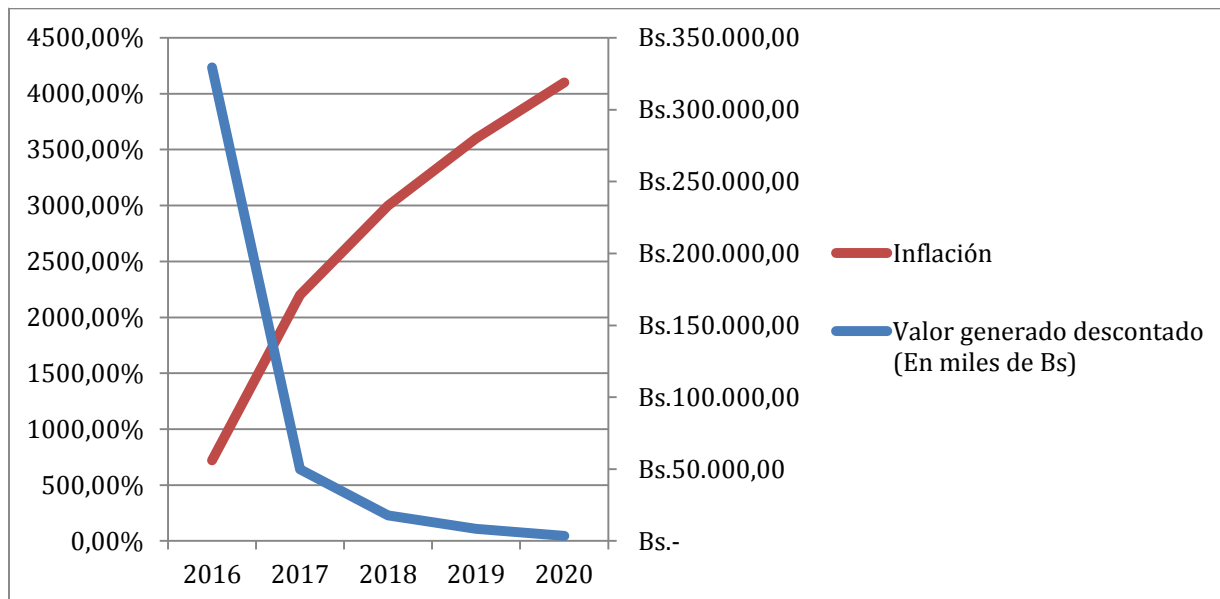
Valor de Continuidad	39.692.021.439,72
Valor de Continuidad Descontado	0,00
Suma de flujos descontados	408.845,20
TOTAL VALOR DE LA EMPRESA	408.845,20

Fuente: cálculos propios

Se puede observar que el valor del flujo de caja descontado generado por la empresa va disminuyendo a medida que pasan los períodos, a pesar que en términos nominales el flujo de caja libre va aumentando a un alto ritmo.

Esto ocurre debido a que la inflación a la cual se somete la empresa, afecta su desempeño de manera negativa evaluado en términos de flujo de caja descontados. Como se puede observar en el siguiente gráfico.

Gráfico N° 10 Diferencia entre inflación y flujos de caja descontados (escenario FMI).



Fuente: elaboración propia.

De esta manera, la empresa es capaz de generar valor pero es evidente que la generación del mismo se ve afectada por el incremento en los niveles de inflación en conjunto con las limitaciones planteadas por la ley de Costos y Precios Justos.

Basado en el planteamiento teórico formulado en el análisis de Dupont, explicado en el capítulo dos del presente trabajo. Se puede estructurar las posibles estrategias de negocio basado en 3 aspectos, los cuales son la rotación de activos de la empresa, los márgenes de ganancia y el financiamiento.

En el caso de los márgenes de ganancia de la empresa, esta estrategia se ve limitada por la Ley Orgánica de Precios. Haciendo imposible implementar esta estrategia de negocio para aumentar el valor de la empresa.

Siguiendo con el manejo del financiamiento, a nivel teórico, esta estrategia de negocio se basa en aumentar la cantidad de recursos disponibles para incrementar la productividad de la empresa sin tener que usar medios propios. El nivel de endeudamiento no debe ser tan alto como para comprometer los flujos de caja futuros en el pago de la principal y los intereses.

Para el ejemplo de una economía con altos niveles inflacionarios, se debe tomar en cuenta la tasa de interés real negativa, es decir, a pesar que en cada período se deben pagar montos por intereses, estos en términos reales van perdiendo valor con respecto al resto de los precios en la economía. Lo que lleva a la conclusión que endeudarse con tasas de interés real negativa es una buena estrategia de negocio. Sobre todo si los préstamos son a largo plazo ya que a medida que pasa el tiempo, la inflación va erosionando el valor de los pagos.

La rotación de activos es una estrategia de negocio válida ya que si se mantiene un nivel de inventario que no ha sido vendido, luego al momento de su venta, al no poder aumentar su valor debido a la restricción generada por la Ley Orgánica de Precios, el precio de este queda rezagado con respecto a su valor en el mercado, incurriendo en un costo de oportunidad. Además se genera un diferencial que pudiera ser negativo con respecto al costo de reposición de inventario. Esto último dependiendo de la velocidad de la inflación y del tiempo de reposición.

Formulando un punto adicional a los planteados por análisis de Dupont, se puede ajustar el nivel de cuentas por cobrar como una estrategia de negocio que puede generar valor, el efecto que ocurre es similar al del caso del financiamiento pero en el sentido contrario. Al no cobrar en el momento y sobre todo en una economía hiperinflacionaria, el valor de cobro va perdiendo valor real, es decir, no se puede adquirir la misma cantidad de bienes o darle el mismo uso al monto si se cobra días después de la venta debido al aumento de generalizado de precios.

IV.3.2 Análisis de DuPont.

Así como se observó en el análisis de Dupont en el escenario plantado por Ecoanalítica en sus proyecciones, un aumento de la inflación mejora la eficiencia de la empresa en la utilización de las estrategias de negocios.

Existen dos factores que explican claramente por qué ocurre esta mejora de la eficiencia en términos nominales cuando aumenta la inflación. Primero por lo que representa el aumento de las ventas y del flujo de caja con respecto al resto de las variables de la empresa. Y segundo debido a la política de la empresa de aumentar los niveles de endeudamiento solo en un 50% con respecto a la inflación. Esto hace que cada vez su nivel de endeudamiento se haga menor con respecto a los volúmenes de la empresa, mejorando los indicadores.

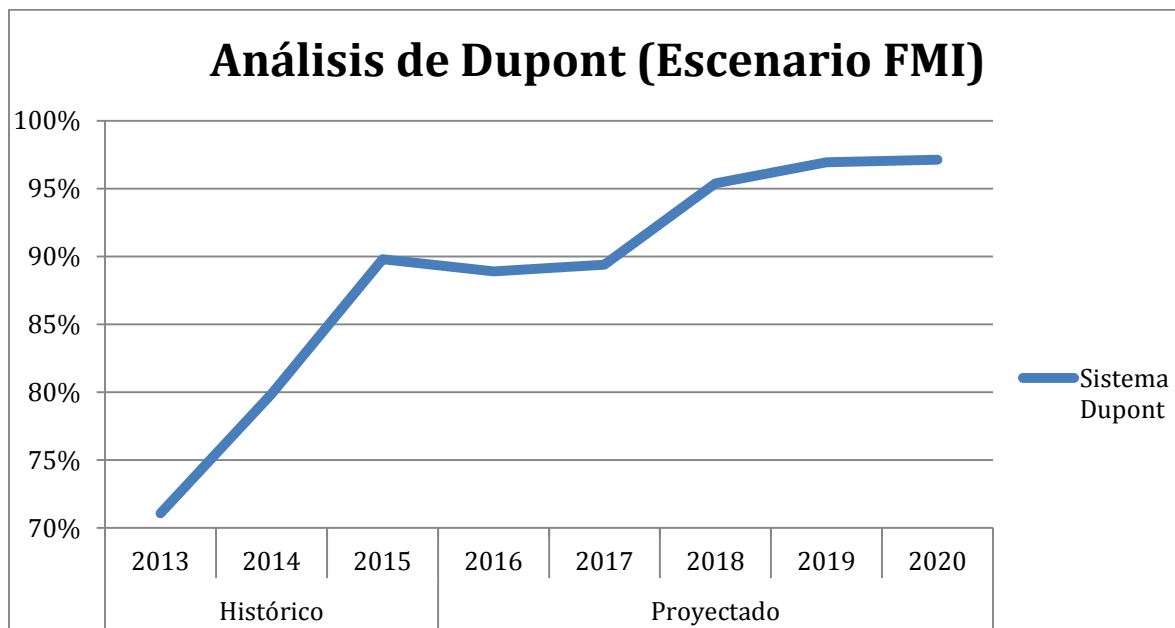
A pesar que la empresa muestre aumento en la eficiencia, también muestra una caída en los márgenes de utilidad y como se pudo observar en el escenario anterior, una disminución o un aumento de la eficiencia en términos nominales no necesariamente puede significar una mejora o un empeoramiento de la generación de valor de la empresa en términos reales. Como se menciona anteriormente, este análisis ni toma en cuenta el peso ponderado del capital en el tiempo.

Tabla N° 23 Cálculo del índice de DuPont (Escenario FMI)

Análisis Dupont (Escenario FMI)								
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Utilidad neta/Ventas	0,06	0,13	0,15	0,14	0,11	0,09	0,09	0,07
Ventas/Activo Fijo	4,26	5,40	4,33	4,87	5,82	7,23	7,87	9,04
Activo/Patrimonio	2,70	1,16	1,38	1,33	1,41	1,43	1,41	1,44
Sistema Dupont	71%	80%	90%	89%	89%	95%	97%	97%

Fuente: elaboración propia.

Gráfico N° 11 Comportamiento del índice de Dupont (Escenario FMI)



Fuente: elaboración propia.

IV.3.1 Aplicación del modelo de Altman en la empresa bajo el escenario del FMI.

Tabla N° 24 Cálculo del índice de Altman (Escenario FMI).

Modelo Altman Z-Score (Escenario FMI)								
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
A (1.2)	0,09	0,64	0,63	0,75	0,71	0,70	0,71	0,69
B (1.4)	0,30	0,81	0,71	0,42	0,36	0,35	0,36	0,35
C (3.3)	0,28	0,71	0,68	1,02	0,99	1,03	1,05	1,02
D (0.6)	0,58	3,90	2,27	3,07	2,45	2,31	2,45	2,26
E (1.0)	4,26	5,40	4,33	4,87	5,82	7,23	7,87	9,04
Altman Z-Score	6,04	11,99	9,69	11,58	11,90	13,33	14,17	15,09

Dado el análisis del escenario planteado por el FMI, según los resultados del modelo, la empresa no se ve en riesgo de quiebra. Al contrario, el indicador muestra que la empresa se encuentra en una situación en la cual, con el aumento de la inflación, disminuye su probabilidad de caer en quiebra.

Esto ocurre por el mismo motivo que el escenario anterior, es decir, el aumento de la brecha entre los ingresos y los costos, gastos y obligaciones lleva a la empresa a posición favorable en términos financieros. Cabe señalar que a medida que aumenta la inflación, los precios suben más rápido y el cálculo del 30% de margen de ganancia se realiza sobre una base mayor, haciendo que el ingreso sea cada vez mayor. Esto sumado a que las políticas de la empresa de un fortalecimiento del capital social, más la no distribución de las utilidades, con un aumento menor que proporcional de los préstamos bancarios con respecto a la inflación. Llevan a la empresa a una situación en la cual la probabilidad de quiebra es casi nula.

En conclusión, en términos nominales, la empresa es sostenible en el tiempo y no muestra signos de debilidad financiera. Pero así como en el escenario anterior, un análisis real del desempeño de la empresa, es el que tiene la capacidad de generar una conclusión más certera.

IV.3.2 Estrategias de negocios en el escenario del FMI.

Para comprobar el impacto de cada una de las estrategias de negocios aplicadas al escenario del FMI, se modificarán ciertos supuestos, relacionados con cada una de las variables que tienen un impacto sobre la generación de valor.

En primer lugar se aplica un aumento a los niveles de financiamiento de la empresa. El supuesto base indicaba que los préstamos bancarios aumentaban el 50% de la inflación de ese año en cada período. Modificando ese supuesto y aumentándolo a un 100%, se puede observar que el valor aumenta significativamente, casi en un 50%.

Tabla N° 25 Estrategia de negocio de aumento del financiamiento (Escenario FMI)

Datos con 100% de aumento del crédito anual con respecto a la inflación					
(En miles de Bs)	2016	2017	2018	2019	2020
Tasa WACC	667,34%	1784,77%	2261,38%	2619,58%	2833,34%
Tasa de Crecimiento del flujo de caja libre	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
(Expresados en miles de Bs)	2016	2017	2018	2019	2020
Flujo de caja libre	2.925.424,92	32.508.486,43	742.568.382,10	23.755.421.826,81	768.878.104.773,70
Flujo de caja descontado	381.244,29	91.512,21	56.394,47	43.426,29	35.403,65
Valor de Continuidad	115.216.028.368,14				
Valor de Continuidad Descontado	0,00				
Suma de flujos descontados	607.980,92				
TOTAL VALOR DE LA EMPRESA	607.980,92				

Datos con 50% de aumento del crédito anual con respecto a la inflación					
(En miles de Bs)	2016	2017	2018	2019	2020
Tasa WACC	695,67%	2021,04%	2724,02%	3297,96%	3706,02%
Tasa de Crecimiento del flujo de caja libre	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
(Expresados en miles de Bs)	2016	2017	2018	2019	2020
Flujo de caja libre	2.620.405,36	22.436.177,28	399.924.704,11	11.233.024.625,77	276.125.699.214,15
Flujo de caja descontado	329.332,96	49.871,57	17.757,17	8.426,08	3.457,42
Valor de Continuidad	39.692.021.439,72				
Valor de Continuidad Descontado	0,00				
Suma de flujos descontados	408.845,20				
TOTAL VALOR DE LA EMPRESA	408.845,20				

Fuente: elaboración propia.

Esto ocurre debido a que aumenta el flujo de caja libre por el crédito en sí y esto mejora la valoración de la empresa. Aunque este aumento del flujo de caja no es producido por una mejora en la operatividad de la empresa, este préstamo puede ser usado para realizar inversiones, comprar inventario y pagarlo en plazos o cualquier otra medida que ayude a transformar este recurso en valor.

Para evaluar la estrategia de negocio orientada a la rotación de inventario, se procede a disminuir los días de inventario (al igual que en el escenario anterior) de 22 a 10, aumentando de esta manera la rotación de inventario.

Como se puede observar en la tabla N° 22, una disminución en los días de inventario aumenta el valor de la empresa. Esto ocurre debido a que disminuye el gasto, mejorando los flujos de caja libre de la empresa, aumenta la rotación, haciéndole frente a la pérdida de valor generada por el fenómeno previamente descrito en el punto de la disminución de los días de inventario.

Tabla N° 26 Estrategia de negocio aumento de rotación de inventario (Escenario FMI)

Escenario con un supuesto de 10 días de inventario					
(En miles de Bs)	2016	2017	2018	2019	2020
Tasa WACC	695,67%	2021,04%	2724,02%	3297,96%	3706,02%
Tasa de Crecimiento del flujo de caja libre	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
(Expresados en miles de Bs)	2016	2017	2018	2019	2020
Flujo de caja libre	3.233.322,86	28.983.396,20	589.617.220,69	17.935.196.614,25	551.965.214.081,28
Flujo de caja descontado	406.364,53	64.424,85	26.179,76	13.453,50	6.911,26
Valor de Continuidad	79.342.904.965,55				
Valor de Continuidad Descontado	0,00				
Suma de flujos descontados	517.333,89				
TOTAL VALOR DE LA EMPRESA	517.333,89				

Escenario con un supuesto de 22 días de inventario					
(En miles de Bs)	2016	2017	2018	2019	2020
Tasa WACC	695,67%	2021,04%	2724,02%	3297,96%	3706,02%
Tasa de Crecimiento del flujo de caja libre	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
(Expresados en miles de Bs)	2016	2017	2018	2019	2020
Flujo de caja libre	2.620.405,36	22.436.177,28	399.924.704,11	11.233.024.625,77	276.125.699.214,15
Flujo de caja descontado	329.332,96	49.871,57	17.757,17	8.426,08	3.457,42
Valor de Continuidad	39.692.021.439,72				
Valor de Continuidad Descontado	0,00				
Suma de flujos descontados	408.845,20				
TOTAL VALOR DE LA EMPRESA	408.845,20				

Fuente: cálculos propios.

CAPÍTULO V. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

La presente investigación permitió evaluar el efecto de la Ley Orgánica de Precios sobre la generación de valor de las empresas bajo diferentes entornos inflacionarios. Para poder evaluar la generación de valor de la empresa dada las condiciones anteriormente descritas se proyectaron los estados financieros de una empresa y luego se evaluó su desempeño mediante el método de flujo de caja descontado.

Para poder proyectar los estados financieros de dicha empresa, se tomaron datos macroeconómicos suministrados por la institución de análisis económico venezolana Ecoanalítica y por el Fondo Monetario Internacional. Luego se asumieron una cantidad de supuestos que permitieron crear las bases para la proyección de las ventas, costos, gastos, políticas y condiciones que describían a través del tiempo el desempeño de la empresa. Luego se obtuvo mediante el flujo de efectivo, los flujos de caja libre, los cuales fueron descontados a una tasa WACC, generando en términos reales los flujos de caja de la empresa.

Al tener los flujos generados por la empresa en términos reales, se procedió a evaluar por qué la empresa producía estos flujos y cuáles eran las fuerzas que lo afectaban. Por último se estableció en función del análisis de Dupont unas estrategias de negocio que pudieran ayudar a la empresa a generar valor. Aplicando cada una de estas estrategias al modelo y evaluando su impacto.

Una vez analizados todos estos escenarios, el deterioro del valor de la empresa en altos entornos inflacionarios y bajo la regulación de la Ley Orgánica de Precios es claro, mientras mayor sea el nivel de inflación, mayor va a ser el deterioro en la generación de valor de la empresa.

Existen diversas estrategias de negocio que pueden ayudar a impulsar el valor generado por la empresa dada estas condiciones, estas son el financiamiento a tasas de interés real negativo y aumento de la rotación de inventario. La aplicación de alguna otra estrategia de negocio está limitada por el entorno legislativo y político que presenta Venezuela.

El hecho de que si existan diversas estrategias de negocio que permitan aumentar el valor de la empresa, acepta la hipótesis planteada en la presente investigación. Las dos estrategias propuestas cumplieron con la hipótesis de la investigación, sin embargo la estrategia del aumento del financiamiento logró mejores resultados en términos de aumento de valor con respecto a su situación inicial. Esto quiere decir que es un entorno económico como el venezolano, financiar la operatividad de la empresa sin la utilización de recursos propios es más rentable que aumentar la rotación de inventario.

Se puede concluir que la Ley Orgánica de Precios sumada a un alto entorno inflacionario tiene un efecto negativo sobre las empresas y genera un deterioro en las condiciones de las herramientas que pueden usar las empresas para realizar sus actividades operativas normales. Por ejemplo, bajo este esquema, las empresas no estarán incentivadas a otorgar créditos debido a la pérdida de valor derivada de la imposibilidad del traslado de los costos inflacionarios al precio final. Las empresas no podrán establecer con libertad estrategias relativas a los márgenes de ganancia como indica el análisis de DuPont, ya que la Ley establece márgenes máximos y precios de venta al público dependiendo del producto.

En el caso que Venezuela entre en una hiperinflación como se plantea en el escenario del FMI, la empresa logra generar un valor poco significativo en los últimos años de evaluación del modelo. Dicho esto existe la posibilidad que el costo de oportunidad de usar los recursos en otra actividad sea mayor, lo que genera incentivos a cerrar la empresa o a cesar las actividades.

El aumento de valor de las empresas, así como el mejoramiento de las condiciones en el cual operan, depende única y exclusivamente de la flexibilización de los controles que ahogan y reducen el valor generado por las mismas, así como de políticas monetarias y fiscales acertadas que mejoren los niveles inflacionarios a los cuales son sometidas las instituciones económicas.

Estos dos factores, indudablemente están ligados a las condiciones políticas del país, ya que solo una transformación de las estrategias del estado o un cambio de gobierno a uno que esté dispuesto a implementar otras políticas puede llevar a un mejoramiento de dichas condiciones.

Existe cierta cantidad de limitaciones y variables que pueden afectar el desenvolvimiento de la empresa. El valor que pueda generar la PYME va a depender única y exclusivamente del desempeño de las variables macroeconómicas del país las que a su vez dependen del desarrollo de política económica por parte del estado.

Existe una variable que no se consideró en el desarrollo del modelo la cual genera un impacto negativo sobre la operatividad de la empresa. El desabastecimiento es una realidad latente en Venezuela, las empresas se ven en dificultad para poder reponer su inventario no solo por el componente del margen de ganancia impuesto por la ley sino también por la incapacidad de los proveedores de suplir la demanda. Los proveedores se encuentran en una situación similar al de las empresas que pretenden abastecer sus inventarios y esto crea un efecto domino que se traslada hasta el consumidor final mermando así todas las cadenas productivas de la economía.

En función de las conclusiones planteadas, se recomienda realizar un estudio con supuestos más exactos, los cuales fueron imposibles de recaudar para el presente trabajo debido a la incertidumbre de muchas variables y comportamientos en el ámbito macroeconómico y microeconómico de los entes reguladores de la economía en Venezuela.

Para los siguientes estudios se recomienda que se desarrolle el modelo basado en un sector de la economía tal como servicios, manufactura, distribución o algún otro que tenga características distintas del sector comercializador, cada uno de estos sectores posee unas implicaciones distintas relacionadas con la Ley Orgánica de Precios y resulta interesante evaluar dichas variantes sobre la generación de valor.

La recomendación más importante que podemos dar a estudios futuros es que la data macroeconómica proyectada que se vaya a utilizar esté lo más actualizada posible y sea siempre de algún ente confiable, respetable y de renombre a nivel nacional o internacional, esto con la finalidad de no encontrarse obligado a realizar estimaciones aproximadas de esta data macroeconómica y realizar un estudio lo más adaptado a la realidad posible.

Se considera que este estudio posee varias limitaciones y una cantidad numerosa de supuestos que fueron establecidos para facilitar su realización, se tiene que tomar en cuenta que la realidad es difícilmente cuantificable, sobretodo la realidad venezolana donde se carece de información oficial en muchas ocasiones. El trabajo fue hecho con el mayor de los esfuerzos y siempre planteando como norte mantener el estadio desde un punto de vista razonable y real para los lectores.

BIBLIOGRAFÍA

Berk, J. y Demarzo, P. Finanzas Corporativas. Pearson Addison Wesley.

Brealey, R y Myers, S. Principios de Finanzas Corporativas. Editorial Mc Graw Hill.

Clive Reading, Strategic Business Planning: A Dynamic System for Improving Performance & Competitive Advantage. (2004)

Consejo de Normas Internacionales de a contabilidad (IASB). Normas Internacionales de Información Financiera para las Pymes (NIIF Pymes) (2009)

Damodaran, Aswath. Damodaran On Valution (1994).

Dornbusch y Fisher. Macroeconomía 10ma edición (2004)

Fernández, Pablo. Método de Valoración de Empresas (2008)

Fundación de Desarrollo Sostenible (FUNDES). Informe (2010)

J.M. Rosenberg, Diccionario de administración y finanzas.

Norma Internacional de Contabilidad N°2 (NIC 2)

Olivier Blanchard. (2006). Macroeconomía 4ta edición. Pearson Educación, S. A., Madrid, España.

Tom Copeland, Tim Koller y Jack Murrin de McKinsey & Company Inc. Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies. 5ta edición (2010)

Van Horn, J. Administración Financiera. Editorial Prentice Hall.

Gacetas, Leyes y Resolución

(2015) Gaceta Oficial número N° 40.597. Caracas. Venezuela. 6 de febrero. Aumento salario mínimo.

(2015) Gaceta Extraordinario N° 6.181. Caracas. Venezuela. 8 de mayo. Aumento salario mínimo.

(2015) Gaceta Oficial número N°40.769. Caracas. Venezuela. 19 de octubre. Aumento salario mínimo.

(2016) Gaceta Oficial número N° 40.852. Caracas. Venezuela. 19 de febrero. Aumento salario mínimo.

(2016) Gaceta Oficial número N° 40.893. Caracas. Venezuela. 29 de abril. Aumento salario mínimo.

(2015) Gaceta Oficial número N°40.340. Caracas. Venezuela. Ley Orgánica de Precios Justos.

(2011) Gaceta Oficial número N°39.715. Caracas. Venezuela. Providencia administrativa por la cual se fijan criterios contables generales para la determinación de precios justos.

(2011) Gaceta Oficial número N°39.715. Caracas. Venezuela. Ley Orgánica de Precios Justos

(2014) Gaceta Oficial número 6.152 de fecha 18 de noviembre. Caracas. Venezuela. Ley de Impuesto al Valor Agregado.

(2007) Gaceta Oficial número 38,628 de fecha 16 de febrero. Caracas. Venezuela. Ley de Impuesto sobre la Renta.

(2015) Convenio cambiario N° 33, 10 de febrero

(2016) Convenio Cambiario N° 34, 11 de febrero

(2016) Convenio Cambiario N°35, 17 de febrero

Instituciones

FMI. (s.f.). *International Monetary Fund*. Obtenido de
<http://www.imf.org/external/index.htm>

BM. (s.f.). *El Banco Mundial*. Obtenido de
<http://www.bancomundial.org>

FUNDES (s.f.). *Fundación de Desarrollo Sostenible*. Obtenido de
<http://www.fundes.org>

BCV. (s.f.). *Banco Central de Venezuela*. Obtenido de
www.bcv.org.ve

Ecoanalítica. (s.f.). *Consultora Ecoanalítica*. Obtenido de
www.ecoanalitica.com

En línea

<https://www.investopedia.com>

<https://www.linkedin.com/pulse/an%C3%A1lisis-formula-dupont-roa-roe-financiero-del-alcazar-ponce>

<https://www.superintendenciadepreciosjustos.gob.ve>

<https://www.lottt.gob.ve>

<https://www.minpptrass.gob.ve>

[https:// www.tsj.gob.ve](https://www.tsj.gob.ve)