

## EL VALOR DE MANPA

*Manufacturas de Papel era una empresa venezolana que producía papel higiénico y papeles blancos y marrones, a partir de fibras primarias y secundarias. Kentucky Park Paper y Florida Consumer Goods, dos empresas multinacionales, deseaban extender sus operaciones en el mercado venezolano, mediante la adquisición de esta empresa.*

**Marina Fioravanti, Urbi Garay, Leticia Level y Eduardo Pablo**

**E**ran las 9:30 de la noche del 10 de agosto de 2001 cuando Juan Diego Vera, vicepresidente de Finanzas de la empresa venezolana Manufacturas de Papel S.A.C.A. (Manpa), aún se encontraba en su oficina. Llevaba varias horas pensando acerca del valor real de la empresa. El motivo de su preocupación radicaba en que esa misma tarde el presidente de la empresa, Gustavo Ignacio Fernández, le comunicó que había recibido dos ofertas de compra por parte de las empresas estadounidenses Kentucky Park Paper (KPP) y Florida Consumer Goods (FCG).

Las *Experiencias* son versiones resumidas de los casos preparados por el IESA para la enseñanza de la gerencia. Los casos tienen la finalidad de estimular la discusión sobre experiencias reales. Los participantes en las discusiones son quienes plantean análisis, conclusiones o recomendaciones. Por lo tanto, un caso no ilustra el manejo efectivo o no de una situación administrativa ni debe considerarse fuente primaria de información. Tampoco tiene como finalidad respaldar posiciones de personas u organizaciones. El caso «El valor de Manpa» fue resumido del original por Henry Gómez Samper.

Fernández y Vera estuvieron conversando largamente esa tarde acerca de las ofertas y las estrategias que utilizarían en las negociaciones. Llegaron a la conclusión de que lo más importante en ese momento era realizar una valoración de Manpa como empresa en marcha, a fin de obtener una base preliminar para las negociaciones.

Se esperaba que a principios de septiembre vinieran a Venezuela los negociadores asignados por KPP y FCG para comenzar las conversaciones. El 29 de agosto sería la próxima reunión de la junta directiva de Manpa, en la cual se debían presentar las propuestas de compra, por lo que también era necesario tener un valor con el cual comparar las ofertas. Para ese día, 10 de agosto, la cotización de Manpa había cerrado en la Bolsa de Valores de Caracas a 26 bolívares por acción, lo que a la tasa de cambio del momento (729,50 bolívares por dólar) significaba una capitalización de mercado de 81,7 millones de dólares.

Como era de esperarse Fernández delegó el proceso de valoración a Vera. Todo le indicaba a Vera que debía trabajar duro, pues solo contaba con 19 días para realizar tal valoración. La presión que había recaído sobre él en tan solo unas horas era muy fuerte, debido a lo que significaba esta operación para los accionistas.

El ambiente político del país se caracterizaba por una creciente incertidumbre. A

raíz de la aprobación en referéndum de una nueva constitución en diciembre de 1999, el presidente izquierdista Hugo Chávez había sido reelegido en agosto de 2000 para el período 2001-2006. Había algunos temores de que la Revolución bolivariana, que encabezaba, afectaría la industria papelera venezolana, al fortalecer el control de precios y debilitar el derecho a la propiedad privada; especialmente, si el gobierno declaraba la industria como sector estratégico, sujeto a ser expropiada en el futuro.

Eran las once de la noche cuando Vera, después de analizar las ventajas y desventajas de contratar asesores externos, decidió que lo mejor era realizar la valoración internamente. Se sentía confiado de controlar el proceso de valoración y la negociación: poseía más de veinte años de experiencia en la industria, conocía en profundidad el negocio y sabía dónde estaban enterrados los cadáveres de la compañía. Asimismo, conocía las palancas de valor (*value drivers*); es decir, los factores generadores de valor para el accionista. Además, Vera contaba con un excelente equipo en el área de planificación, liderado por Virginia Sánchez, quien contaba con una amplia experiencia en fusiones y adquisiciones, y una maestría en Finanzas de una prestigiosa escuela de negocios de América Latina. Su única debilidad era que tenía apenas dos meses en la empresa.

Urbi Garay y Eduardo Pablo, profesores del IESA. Marina Fioravanti y Leticia Level, gerente corporativa de Tesorería y contralora corporativa, respectivamente, de Manufacturas de Papel, C.A.

### La primera reunión de trabajo

A la mañana siguiente, y luego de que Vera pusiera al corriente de la situación a Sánchez, comenzaron a diseñar el plan de trabajo, discutieron y evaluaron los distintos métodos de valoración y, finalmente, se decidieron por el método de flujos de caja descontados. Sánchez tomó notas detalladas de ciertos aspectos del negocio que Vera le mencionó durante la reunión: «Este negocio es del tipo *commodity*, por lo que los precios del papel están muy relacionados con el precio de la fibra. No obstante, esta relación es diferente en los distintos productos de papel y depende de la situación económica y comercial que prevalezca. Por ejemplo, un cambio de los precios de la fibra, en momentos de apreciación real de la tasa de cambio local y de gran presencia de productos importados en el mercado, retarda el ajuste del precio nacional».

Otro comentario de Vera al cual Sánchez le dio mucha importancia fue el referido al crecimiento del volumen de negocios: «Históricamente, el negocio de higiénicos ha crecido con el ingreso personal disponible y el crecimiento vegetativo de la población, no así el de los papeles blancos y marrones que están más relacionados con el crecimiento del PIB». Esa mañana Sánchez había revisado someramente un informe reciente sobre las proyecciones de la economía venezolana, por lo que el comentario de Vera le trajo a la mente las cifras negativas de los primeros años.

Vera percibió que a medida que transcurría la reunión aumentaba la tensión de Sánchez, lo que consideró lógico porque ella no tenía experiencia en el negocio del papel y había tenido poco tiempo en la empresa para familiarizarse con él. Una vez finalizada la reunión, Sánchez decidió comenzar el trabajo con un análisis financiero histórico de la empresa, para determinar las principales relaciones económicas del negocio y cómo había sido su desempeño.

### La empresa

Manpa era una empresa venezolana fundada en 1950, cuyas acciones se negociaban en la Bolsa de Valores de Caracas. Su producción estaba destinada inicialmente a la fabricación de sacos y bolsas. Fue a partir de 1961 cuando comenzó su proceso de expansión e integración vertical, que iba desde la producción de materias primas hasta el almacenaje y el transporte de sus productos al público.

La empresa estaba organizada en divisiones de negocio, de acuerdo con los diferentes tipos de productos fabricados y las características de los mercados atendidos. Cada división se consideraba un negocio independiente con precios de transferencia y términos de crédito equivalentes a las condiciones del mercado. Las

dos principales divisiones eran el molino higiénico y el molino de imprimir, escribir y embalar. El primero producía y convertía bobinas de papel higiénico en productos de consumo masivo (higiénico de baño, servilletas, toallas faciales y papeles de envolver). Mientras que el segundo molino producía una amplia gama de papeles blancos y marrones, y estaba orientado, en primer lugar, a satisfacer las necesidades de materia prima de las divisiones

## El margen operativo de Manpa creció sostenidamente como resultado, por una parte, de su estrategia de concentración en el negocio de papel y, por la otra, del programa de reducción de costos que comenzó a aplicar en 1998

de conversión (sacos, bolsas, resmas, resmillas, formas continuas y productos escolares), cuyo excedente de producción se vendía a otras convertidoras locales e internacionales.

En 1996 Manpa constituyó Venca-ribbean Paper Products en Trinidad y Tobago, empresa convertidora de papeles higiénicos, con el objetivo de atender los mercados del Caricom. Además, en 1998 estableció una asociación con la empresa Toycos, en Costa Rica, para la distribución de productos escolares e higiénicos en el área de Centroamérica.

En octubre de 1998, con el fin de consolidar y concentrar todos los recursos en el negocio de fabricación y comercialización de papel, Manpa decidió realizar un *spin-off* sobre los activos generadores de energía y en 2001 vendió las plantaciones de pino Caribe y un aserradero, que comprendían todos los activos de la División Forestal (14 por ciento de los activos totales de Manpa). En marzo de 2001, la división de higiénicos incorporó a su cartera de productos la comercialización de pañales.

En los últimos cuatro años las ventas netas de la empresa mostraron un desempeño estable y se situaban en un promedio anual de 200 millones de dólares. No obstante, en volumen su desempeño había sido errático, como consecuencia del entorno económico recesivo en que se habían desenvuelto las operaciones de la empresa.

La mayor contracción del volumen se registró en el año 2000 (-18 por ciento), producto principalmente de la caída de las ventas de exportación en un 43 por ciento, debido a la apreciación real del tipo de cambio nacional. Las ventas nacionales también experimentaron una caída en formas continuas e higiénicos, como resultado de la entrada de importaciones ilegales a Venezuela y de una intensa competencia en la cual Manpa decidió sacrificar participación de mercado por rentabilidad.

A partir de 1998 el margen operativo de Manpa creció sostenidamente como resultado, por una parte, de su estrategia de

concentración en el negocio de papel y, por la otra, del programa de reducción de costos que comenzó a aplicar ese año. En agosto de 2001 Manpa y sus empresas filiales daban empleo directo a 1.433 trabajadores.

### La industria

La industria del papel, en el ámbito mundial, era una industria madura: intensiva en capital, con economías de escala y con un desempeño cíclico propio de los *commodities*.

Entre los principales países productores se destacaban Estados Unidos, Canadá, Brasil, Chile y algunos países del continente asiático. Entre las empresas papeleras sobresalían Aracruz Celulosa, Corporación Durango e International Paper, entre otras.

La materia prima utilizada en la manufactura del papel era la fibra virgen, de la cual existían diferentes tipos en el mercado y cuya utilización dependía del papel que se quisiera elaborar. Las principales fibras que se cotizaban en el mercado eran la larga y la corta; el precio de esta última era el marcador del mercado. Para la producción del papel podían utilizarse las denominadas fibras secundarias o desperdicio. Por ser un bien sustituto, su precio seguía la misma tendencia que los precios de la pulpa.

La industria papelería había registrado un desempeño estable en los últimos años, sin cambios en precios desde mayo de 2001. La acumulación de inventarios y el incremento de la competitividad de los productores estadounidenses, por la debilidad del dólar en los mercados europeos y asiáticos, habían contribuido a la estabilidad de los precios, lo que hacía proyectar que se mantendrían en los 465 dólares por tonelada en los próximos años.

En Venezuela la industria de papel abarcaba desde la producción de pulpa hasta la elaboración de papel y otros productos derivados, y estaba integrada por los siguientes sectores: higiénicos, impresión y escritura, envases y envolturas, cartulinas industriales, *kraft liner* y corrugados. La dinámica de la economía venezolana había sido determinante en el desempeño del sector papelería nacional, dado que sus productos estaban dirigidos al sector industrial y al comercio en general. El sector higiénico no había sido influido por la actividad económica del país, por ser un producto de primera necesidad. No obstante, esta característica lo mantenía expuesto a decisiones gubernamentales de control de precios.

Las principales empresas productoras de papel, en el sector de higiénicos, eran Manpa y Papeles Venezolanos C.A.

## Estados financieros de Manpa

### Balance general (miles de dólares)

	1998	1999	2000	2001
Efectivo e inversiones temporales	37.233	25.936	19.025	9.564
Cuentas por cobrar neto	48.522	49.438	51.376	43.784
Inventarios neto	31.045	38.900	44.702	33.099
Gastos pagados por anticipado	2.459	2.496	1.408	2.235
Otros activos circulantes operativos	558	338	42.159	13.470
<b>Activos corrientes totales</b>	<b>119.817</b>	<b>117.108</b>	<b>158.670</b>	<b>102.152</b>
Propiedades, planta y equipo neto	131.612	120.032	100.390	92.199
Otros activos operativos	30.054	31.220	4.473	6.935
<b>Activos totales</b>	<b>281.483</b>	<b>268.360</b>	<b>263.533</b>	<b>201.286</b>
Deuda financiera de corto plazo	53.793	38.212	58.107	20.034
Cuentas por pagar	36.078	38.027	32.701	31.200
Otros pasivos operativos	6.969	5.136	5.203	5.266
<b>Total pasivo circulante</b>	<b>96.840</b>	<b>81.375</b>	<b>96.011</b>	<b>56.500</b>
Deuda de largo plazo	46.232	47.338	35.521	11.088
Otros pasivos financieros de largo plazo	4.262	4.422	1.374	1.666
Deuda financiera de largo plazo	50.494	51.760	36.895	12.754
Otros pasivos operativos de largo plazo	12.738	9.599	7.802	6.573
Total deuda de largo plazo	63.232	61.359	44.697	19.327
<b>Total pasivo</b>	<b>160.072</b>	<b>142.734</b>	<b>140.708</b>	<b>75.827</b>
Capital social	121.411	125.626	122.825	125.459
Total patrimonio	121.411	125.626	122.825	125.459
<b>Total pasivo y patrimonio</b>	<b>281.483</b>	<b>268.360</b>	<b>263.333</b>	<b>201.386</b>

### Estado de resultados (miles de dólares)

	1999	2000	2001
Ventas	208.465	207.182	206.815
Costo de ventas	135.381	138.552	129.634
<b>Utilidad bruta</b>	<b>73.084</b>	<b>68.630</b>	<b>77.181</b>
Gastos de ventas, generales y de administración	41.865	43.251	41.745
Depreciación	16.343	12.702	12.605
Total gastos operativos	58.208	55.953	54.350
<b>Utilidad operativa</b>	<b>14.876</b>	<b>12.677</b>	<b>22.831</b>
Gastos por intereses	14.019	12.686	7.284
Otros gastos (ingresos) varios	(5.645)	(1.786)	6.994
<b>Utilidad antes de impuestos</b>	<b>6.502</b>	<b>1.777</b>	<b>8.553</b>
Impuestos	(1.543)	(530)	(374)
<b>Utilidad neta</b>	<b>8.045</b>	<b>2.307</b>	<b>8.927</b>

(Paveca). Mientras que en el sector de impresión y escritura y envases y envolturas aparecía solo Manpa, pues la otra empresa existente, Venezolana de Pulpa y Papel C.A. (Venepal), se encontraba en un proceso de paralización progresiva de sus líneas de producción, debido a la crisis financiera que atravesaba desde 1998.

La industria papelerá venezolana se había venido desempeñando en los últimos años en un entorno negativo, caracterizado por el descenso de la actividad económica, la apreciación cambiaria y la entrada de productos importados, de manera ilegal o por mala interpretación de las exoneraciones arancelarias.

#### El plan de negocios 2002-2006

En octubre la junta directiva aprobó el plan de negocios de cada división de Manpa para el período 2002-2006, que establecía los objetivos y las estrategias de negocios que regirían en los siguientes cinco años. El plan había sido elaborado tomando en cuenta el entorno económico

y competitivo proyectado para el siguiente quinquenio.

En el plan se estableció una meta de crecimiento de 11,34 por ciento en el volumen de ventas en términos reales, entre los años 2002 y 2004, con disminuciones de diez y cinco por ciento para los años 2005 y 2006, respectivamente, debido a la reducción de las oportunidades de crecimiento y a la entrada de nuevos competidores. El crecimiento se basaba, en primer lugar, en la utilización de Manpa de Centroamérica para impulsar las exportaciones de la mayor cantidad posible de productos y, en segundo lugar, en una estrategia decidida de mercadeo y de fortalecimiento de los canales de distribución en la división de higiénicos. Aparte del crecimiento con respecto a las unidades, el plan proyectaba el incremento de las ventas por un aumento de precios de la mezcla de ventas nacionales y de exportación que, en promedio, compensaría la inflación en dólares.

El plan también estipulaba la continuación del programa de reducción de costos iniciado en 1998, mediante inversiones en tecnología y actualizaciones de las máquinas convertidoras de higiénicos, con lo cual se podrían alcanzar paulatinamente márgenes brutos de 38, 39 y hasta 40 puntos porcentuales en los próximos cinco años. La venta de los activos de la división forestal permitió la reducción de gastos operativos y financieros, y mejoró sustancialmente los márgenes de rentabilidad.

El plan preveía la disminución paulatina de los gastos de ventas, generales y

de administración del actual 20 por ciento de las ventas a 16 por ciento para el año 2006; es decir, un punto porcentual por año a partir de 2003. Con respecto a la inversión en capital de trabajo se estableció como objetivo mantener el ciclo efectivo en 75 días, lo que suponía días de cuentas por cobrar, inventario y cuentas por pagar de 80, 85 y 90, respectivamente. Dado que el uso de la capacidad instalada se encontraba cerca del ciento por ciento, se calculaba que la inversión en propiedad, planta y equipo sería proporcional a las ventas según el valor de la rotación de propiedad, planta y equipo para el año 2001. Para todas las demás partidas operativas, tanto del activo como del pasivo, se esperaba que conservasen la misma proporción con respecto a las ventas.

La estrategia financiera estaba dirigida a mantener la relación prevaleciente en el año 2001 (59 por ciento de deuda financiera a corto plazo y 41 por ciento a largo plazo). La razón deuda total a activo total se mantendría constante en 20 por ciento. En cuanto a la política de dividendos, se esperaba aumentar el pago en efectivo de 25 por ciento de la utilidad neta para el año 2002 hasta un 50 por ciento para el año 2006. Se esperaba que el costo de la deuda en dólares fuese igual al costo que tendría una empresa estadounidense con calificación AAA más la prima por riesgo-país. Por último, se estableció una tasa efectiva de impuesto del 20 por ciento sobre la utilidad antes de impuestos.

### La segunda reunión de trabajo

Dos semanas más tarde, Sánchez estaba por presentarle a Vera los resultados de la valoración. El propósito de la reunión era comparar los valores obtenidos con las respectivas ofertas de KPP y FCG por 360 y 275 millones de dólares, respectivamente.

A pesar de que la oferta de KPP era buena, Vera no estaba seguro de que la junta directiva la aceptaría, porque existía una mayor probabilidad de que el gobierno de Venezuela la objetara, basándose en argumentos de regulación contra los monopolios, porque KPP tenía una operación menor ya establecida en Venezuela. Por esta razón había que analizar ambas ofertas de manera más detenida.

Vera y Sánchez comenzaron a analizar el porqué de las diferencias de valor entre la oferta de KPP y los resultados de la valoración, y trataron de determinar los factores que estaban afectando el valor: si era la tasa de descuento o el cálculo del valor terminal, o si KPP estaba valorando algo que ellos no estaban tomando en consideración.

### El 12 de diciembre de 2001

En la mañana del 12 de diciembre apareció en la prensa venezolana la declaración de Fernández, en la que daba a conocer la intención firme por parte de KPP de adquirir a Manpa. Ese día el precio de la acción de Manpa cerró en 65 bolívares que, a la tasa de cambio de 750 bolívares por dólar, representaba una capitalización de mercado de 198 millones de dólares. ■

## ¿Qué opinan los expertos?

### HENRIQUE GHERSI

Socio de Venezuelan Investment Partners y profesor adjunto del IESA

El caso presenta una situación típica de mercados emergentes: tomar decisiones gerenciales en un contexto de gran incertidumbre. Luego de recibir dos ofertas de adquisición por el capital accionario, la gerencia de Manpa debe desarrollar un método para valorar y recomendar una estrategia a la junta directiva. La junta debe decidirse por una de las ofertas, con lo cual se presume que la empresa está a la venta.

El dilema central es la definición de la estrategia para: (1) seleccionar la mejor oferta y (2) negociar sobre la base de una valoración propia. El caso deja abierta la duda de si efectivamente las ofertas recibidas reflejan o no el valor económico de la empresa. El caso también destaca la presión sobre la alta gerencia para llegar a una valoración rápida que permita negociar con las empresas ofertantes.

El caso posee un elemento adicional de complejidad, pues se refiere a una empresa cuyas acciones se cotizan en la Bolsa de Valores de Caracas. Esto implica que la decisión final, en cuanto a precio y términos de compraventa, debe tomar en cuenta los intereses de los accionistas minoritarios.

### Método de valoración

Existen diversos métodos para calcular el valor económico de la empresa. Dada la naturaleza de las ofertas recibidas, en las

**Lo más idóneo es seguir el método de flujo de caja libre a la empresa, dado que el cálculo del costo de capital (que es un insumo para el cálculo de la tasa de descuento aplicable) es directo**

cual dos empresas de alcance global han hecho propuestas concretas y en efectivo para la compra de los activos, las operaciones y la marca de Manpa, es claro que se debe aplicar la valoración de empresa en

marcha (en contraposición a valor de liquidación). Esto será consistente con el análisis realizado por los oferentes que buscan hacerse de una participación significativa en el mercado de papel en Venezuela. Específicamente, los autores inducen (correctamente) a seguir el método de flujo de caja descontado.

En el contexto de valoración por flujo de caja descontado se debe seleccionar una de tres variantes: (1) valor presente ajustado, (2) flujo de caja libre a la empresa o (3) flujo de caja libre al accionista.

Hay un dato relevante en el plan estratégico de la gerencia que permite seleccionar el método. Específicamente, se señala que en el futuro la empresa espera financiarse manteniendo una estructura

de capital cuya razón de deuda financiera a activos sea veinte por ciento. Con este dato, lo más idóneo es seguir el método de flujo de caja libre a la empresa, dado que el cálculo del costo de capital (que es un insumo para el cálculo de la tasa de descuento aplicable) es directo.

Se sugiere también convalidar el valor económico obtenido con el método de flujo de caja descontado aplicando el método alternativo de valoración relativa. Para ello, el caso señala las empresas listadas en países emergentes que pudieran tomarse como referencia a objeto de este análisis.

### Riesgos

Un elemento relevante para la valoración es la determinación de la tasa de descuento aplicable a los flujos de caja libre proyectados. El caso ofrece la gama más amplia de riesgos inherentes a mercados emergentes, entre los cuales se destacan:

1. Riesgo país: incertidumbre política, amenaza de expropiación, contrabando y revaluación de la tasa de cambio.

2. Riesgo comercial: volatilidad en volúmenes de venta y entorno económico recesivo.

3. Riesgo regulatorio: control de precios y acciones antimonopolio, en caso de aceptar una de las ofertas recibidas.

4. Riesgo financiero: posible alza en tasas de interés, riesgo de inflación y devaluación.

La determinación de las premisas de valoración siempre es un reto para el analista. Los riesgos señalados resaltan la volatilidad y la incertidumbre al momento de calcular los flujos de caja libre que servirán de base para la valoración. En la práctica se aplican diversos métodos para incorporar estos riesgos a la valoración. Uno de ellos consiste en realizar un ejercicio de simulación Monte Carlo que reúna las volatilidades subyacentes. Otro consiste en desarrollar escenarios diferentes con los valores más probables que asumirán las variables y premisas financieras, operativas y macroeconómicas en el horizonte de tiempo.

La determinación de la tasa de descuento aplicable a los flujos de caja es también una labor compleja. Normalmente se utiliza el modelo de valoración de activos de capital (CAPM, por sus siglas en inglés) para calcular el costo de capital patrimonial. Este es un insumo básico para el cálculo del costo de capital ponderado (WACC, por sus siglas en inglés).

Hacia el final del caso puede intuirse que la valoración realizada por la gerencia arroja un resultado inferior a la oferta presentada por una de las empresas multinacionales. Esto no debe sorprender pues, dado el tamaño y alcance geográfico de esa empresa, es muy factible que su gerencia haya utilizado una tasa de des-

cuento inferior al preparar su oferta. Esto ocurre cuando el oferente es un jugador multinacional cuyo riesgo de negocios está muy diversificado.

### CARLOS A. MOLINA

Profesor del IESA

Este caso tiene como objetivo valorar una empresa productora de papel y derivados que está siendo objeto de una adquisición completa o por partes. Plantea una interesante situación que permite analizar todos los aspectos relativos a la valoración de empresas en marcha en mercados emergentes, así como las diferentes modalidades de adquisiciones y fusiones en estos mercados.

Tal como menciona el gurú de la valoración Aswath Damodaran, en su libro *Damodaran on valuation*, idealmente el precio pagado por cualquier activo debe reflejar el flujo de caja esperado sobre ese activo. Sin embargo, hay dos problemas que subyacen a cualquier valoración: (1) calcular los flujos

## Es posible comparar los distintos valores que podrían obtenerse con el valor de la empresa en el mercado de valores venezolano, y fomentar la discusión sobre los métodos de valoración aplicados en mercados emergentes

de caja futuros de una empresa constituye un ejercicio envuelto en la incertidumbre de los distintos escenarios que pudiesen ocurrir y (2) escoger el modelo correcto para valorar el activo no es fácil.

La empresa objeto de valoración y adquisición, Manpa, era una empresa venezolana, que cotizaba en la Bolsa de Valores de Caracas, lo que permite preguntar si no es suficiente utilizar el valor de mercado que exhibe la Bolsa de Valores o si este es solo un indicador por ser un mercado de valores poco desarrollado e ineficiente, que pudiese estar subvaluando de forma importante el valor real de la empresa. Entre agosto de 2001 —cuando la empresa conoció de la oferta de adquisición por empresas estadounidenses— y diciembre del mismo año —cuando se hizo pública la oferta de adquisición— el precio de la acción de Manpa pasó de 26 a 65 bolívares por acción: un aumento en valoración de mercado de 81,8 millones a 198 millones de dólares, más de 140 por ciento. Este incremento del valor de mercado de la empresa abre importantes dilemas para la discusión del caso. ¿Es el mercado de valores venezolano tan ineficiente que subvalora una empresa por 140 por ciento? ¿Ofrece este mercado opciones similares de inversión con gran potencial de ganancia de capital? ¿Está Manpa tan mal manejada que un potencial cambio de gerencia produce un aumento del precio de esa magnitud? ¿No será más bien

una combinación de estos factores lo que está ocurriendo?

Otro aspecto de interés es el momento en el cual se sitúa el caso: 2001. Este momento en Venezuela permite el análisis de distintos y complejos escenarios políticos y económicos, así como sus efectos en el valor de la empresa.

El caso tal vez pudo haber abordado con mayor profundidad el problema de determinar la tasa de descuento para aplicar a los flujos de caja, en un mercado emergente, que no es una tarea sencilla. Las bases teóricas son débiles y lo que usualmente existe es la práctica generalizada de considerar el diferencial de rendimiento de la deuda soberana del país con su contraparte en Estados Unidos como una prima de riesgo país que debe ser añadida a la tasa de descuento aplicada a las empresas en el mercado estadounidense. Sin embargo, esta práctica en ocasiones no coincide con lo que los inversionistas buscan en mercados emergentes; especialmente, en casos como el venezolano, donde la capacidad de pago

de un Estado petrolero no es igual al riesgo de invertir en una economía con poca seguridad jurídica. Este es un aspecto que, si bien queda abierto para la discusión, podría haberse desarrollado con mayor detalle.

El caso presenta todos los datos necesarios para plantear la valoración de la empresa en marcha por flujo de caja descontado o análisis fundamental. También ofrece información de la industria en el mundo y referentes comparables en Latinoamérica para la valoración por múltiplos o por modelos de valoración relativa. Es posible comparar los distintos valores que podrían obtenerse con el valor de la empresa en el mercado de valores venezolano, y fomentar la discusión sobre los métodos de valoración aplicados en mercados emergentes.

No es fácil encontrar casos de estudio como este, bien desarrollados, para empresas latinoamericanas que suelen ser celosas con sus números. Solo durante los últimos años algunos libros dedicados al tema de valoración de empresas han comenzado a introducir aspectos referidos al valor de empresas en marcha fuera de Estados Unidos, y prácticamente ninguno considera mercados emergentes. Por esto, el esfuerzo de los autores de este caso reviste especial importancia: ofrece una herramienta muy útil para quienes enseñan finanzas corporativas aplicadas a Latinoamérica.