

El valor de una empresa

La contabilidad como herramienta para la determinación del valor de una empresa

Con diversas las motivaciones que pueden dar lugar a la necesidad de determinar el valor de una empresa en funcionamiento. Entre los casos más comunes podemos nombrar: adquisición de la empresa por un tercero (compra del fondo de comercio), escisión, privatizaciones, alianzas estratégicas, oferta pública, fijación de prima de emisión, herencias y testamentos, decisiones acerca de la continuidad de la empresa, inclusive puede servir para decidir una planificación estratégica, como podría ser el caso de los productos o líneas de productos que se comercializarán.

Métodos de valoración de una empresa

Existen diversos métodos de valoración de una empresa según los parámetros en que se base esa valoración:

- métodos basados en el valor patrimonial
- métodos basados en la información bursátil
- métodos basados en el fondo de comercio
- métodos basados en el descuento de flujos de fondos

Parámetros a considerar

Los **elementos que la contabilidad proporciona** para la determinación del valor real de una empresa son necesarios pero **no son suficientes**, pues se necesitan adicionalmente elementos extracontables.

Si aceptamos la premisa de que un bien tiene valor para un ente individual o colectivo cuando representa efectivo o equivalente o tiene aptitud para generar un flujo positivo de efectivo o equivalente, no nos será difícil concluir que el valor de una empresa **está asociado a su posibilidad de generar futuros flujos de caja y a una correcta medición de los riesgos relacionados a estos**, y acto seguido nos resulta inevitable y fácil afirmar que las

cuentas anuales de obligatoria formulación e inscripción en el registro mercantil preparadas de acuerdo a la normativa que las regula bien pueden contribuir, en una medida razonable, a determinar el valor de la empresa sobre la cual informan.

El establecer como **parámetro el desarrollo y el desempeño futuro** de la empresa para medir su valor nos lleva sensatamente a pensar que sus flujos futuros de caja podrían perfectamente estar determinados en función de: el crecimiento de las ventas, la inversión en capital de trabajo, la inversión en activos inmovilizados, el margen operativo en términos de caja –EBITDA– y la tasa efectiva de impuestos a los beneficios, que como todos sabemos todos ellos son parámetros que puede brindarnos la contabilidad a través del estado de la situación patrimonial (el balance de situación y el estado de cambios en el patrimonio neto), del estado de resultados (la cuenta de pérdidas y ganancias) y la evolución de la situación financiera medida por el flujo de fondos (el estado de flujos de efectivo).

No obstante, en la valoración de empresas existen **otros parámetros a considerar** que no pueden ser directamente obtenidos de la contabilidad; por ejemplo, el riesgo que significa el cálculo del coste medio ponderado del capital, entendido este como el retorno que la empresa debe obtener para justificar la eficiente utilización de sus activos, y la estimación de la duración del período de crecimiento.

Respecto a este último cuantificador es razonable afirmar que el **crecimiento de la empresa resulta un indicador indiscutible** y obviamente estará marcado por la mayor o menor duración del período en que la empresa se posiciona positivamente en el mercado mediante la utilización de sus estrategias y sus

En la valoración de las empresas existen otros parámetros a considerar que no pueden ser directamente obtenidos de la contabilidad

habilidades que le proporcionarán ventajas competitivas que le permitirán crear valor.

Por otro lado, el resultado positivo de un ejercicio económico –el beneficio– no es suficiente para valorar una empresa dado que resulta insuficiente para determinar si la misma generó riqueza. Se hace necesario apoyarse en otro estado más objetivo: el estado de flujo de efectivo.

Ya que una empresa a pesar de **arrojar beneficios crecientes** a lo largo de varios períodos anuales, puede presentar **Cash Flows negativos** como consecuencia de unas **excesivas e inadecuadas fuentes de financiación** de terceros, que fueron las generadoras de fondos que permitieron cubrir las diferencias entre cobros y pagos.

Entre otras cosas, tal hecho podría significar, la no existencia de fondos para el pago de dividendos. De donde se deduce que el beneficio por sí solo no es suficiente para afirmar que la empresa generó riqueza a lo largo del tiempo, se hace necesario contar, además, con *cash flows* positivos.

La contabilidad, por la información que brindan los estados contables, producto de la normativa vigente, resulta insuficiente para el cometido de valorar adecuadamente una empresa. Sí que es importante y debe ser considerada la capacidad de la empresa para generar riquezas y llegados a este punto puede uno atreverse a decir que **una empresa vale por su capacidad de generar beneficios futuros** y el valorarla económicamente requiere inexcusablemente proyectar los flujos futuros para determinar la generación de efectivo.

Asimilando la tarea de valorar una empresa con la valoración de una inversión y trabajando con valores proyectados, **se debe calcular el valor actual neto de una empresa conjugando valores patrimoniales con flujos de fondos proyectados.**

Factores que determinan el valor de una empresa

La determinación del valor de una empresa a un momento dado –considerada esta como una inversión– dependería fundamentalmente de tres factores:

- El valor de su patrimonio al momento de la medición.
- Su capacidad para generar flujos positivos de fondos.
- El valor residual patrimonial al cabo de los períodos considerados.

El valor del patrimonio

Respecto al **primer factor** mencionado no olvidemos tener en cuenta que para la **medición** deberán aceptarse los valores corrientes con los reparos que esta afirmación pueda generar pensando en los activos fijos, pero siempre manteniéndonos en la idea en que deberá elegirse para cada uno de los bienes a medir un valor lo más representativo posible de la riqueza que representan.

Mención aparte merecen los **intangibles** no reconocidos en nuestra normativa –problema aún no resuelto por la profesión– que no inciden en el valor del patrimonio del ente aún cuando, sin duda, contribuyen a la generación de fondos.

La capacidad para generar flujos positivos de fondos

El **segundo factor** a considerar, la capacidad para generar flujos positivos de fondos, nos hace afirmar que asociar el beneficio con la capacidad del ente para generar riquezas **no es una verdad absoluta**. Deben considerarse otros elementos:

Hay **que recalcular el estado del resultado por el método de lo percibido y proyectarlo** por una cantidad determinada de años, a una tasa de crecimiento.

Luego habrá que descontar a esos valores proyectados al momento de la medición del valor de la empresa, lo que no es otra cosa que **descontar los distintos flujos de caja a valores del presente.**

El problema actuando de esta manera no es otro que la **elección de la tasa de descuento adecuada**. La determinación de la tasa de crecimiento de los resultados requerirá de un estudio previo de la evolución de la empresa en el pasado teniendo en cuenta las expectativas futuras.

Obtenemos de este modo el flujo de fondos positivos descontados a la fecha de la medición, que representa un intangible y simboliza la capacidad de la empresa de generar fondos positivos cuantificados.

El valor residual patrimonial al cabo de los períodos considerados

El **tercer factor** considerado, resulta del cálculo de un balance de situación patrimonial con lo que quedó al cabo de los períodos analizados, tarea que también tiene sus problemas como, por ejemplo, el de **cómo estimar lo que**

habrá real y finalmente en existencia, o el estimar la composición y medición de determinados **valores residuales patrimoniales**.

Para su determinación deberíamos tener en cuenta fundamentalmente qué ocurre a lo largo de los períodos planteados respecto al patrimonio neto. Es decir, de qué manera evoluciona. Muchas podrían ser las alternativas en cuanto a la distribución de utilidades, a la capitalización de dividendos, a la retención de ganancias, a la creación de reservas técnicas, etc. Las operaciones que modifican el patrimonio neto como vemos pueden ser innumerables.

Cálculo del VAN

En conclusión, una fórmula para determinar el valor actual neto (VAN) de la empresa sería:

VAN DE LA EMPRESA = - Patrimonio Neto Inicial + Flujo de Fondos (proyectado y descontado) + Patrimonio Neto Residual

Procedimiento al que aplicando la fórmula del valor presente del interés compuesto quedará:

VAN DE LA EMPRESA = - P.N.Inicial + Cash Flow $(1+i)^{-1}$ + Cash Flow $(1+i)^{-2}$ + + P.N.Residual $(1+i)^{-n}$

CONCLUSIONES

La propuesta de **valorar una empresa en forma integral**, conjugando valores patrimoniales con flujo de fondos, nos muestra la posibilidad de medir a un ente desde dos ópticas diferentes, su **visión estática y dinámica**, esta última como creadora de valor.

El considerar dentro de la fórmula los **valores patrimoniales midiéndolos a valor actual**, incidirá de manera diferente dependiendo de la evolución que haya tenido el patrimonio neto.

Como se observa el término preponderante y significativo de la fórmula de valoración, lo constituye la **suma de los flujos de fondos proyectados y descontados**, ya que estos representan la capacidad del ente de generar futuras ganancias.

Uno de los dos asesores tiene el servicio gratuito DEH Online de notificaciones electrónicas.

DEH ONLINE ES > DIRECCIÓN ELECTRÓNICA
HABILITADA ONLINE

Más información: 91 050 49 79

www.dehonline.es