



**MILETI, Mabel**

**BERRI, Ana María**

**FANUCCI, Graciela**

*Instituto de Investigaciones Teóricas y Aplicadas. Escuela de Contabilidad*

## **EL VALOR EMPRESA Y LA CONTABILIDAD**

### **1. INTRODUCCION**

Si a un empresario se le preguntara cuál es el valor de su casa o de su auto es probable que sabría contestar, pero si se le preguntara cuál es el valor de su empresa, las respuestas podrían ser variadas.

En la actualidad la información financiera que surge de los Estados Contables para ser presentada a terceros, no permite la determinación del valor a que aludimos. La Teoría Contable no lo conceptualiza y los Estados Contables se encuentran encerrados en un marco conceptual que no lo contempla. Además resultan incompletos para evaluar el desempeño de la empresa

Por otra parte, es conocido el hecho de que la determinación de tal valor escapa al Contador y se lo ubica en el área de Finanzas. ¿Porqué? Entendemos que, como ya lo expresáramos los Estados Contables, tal como en la actualidad están diseñados, no sirven para tal propósito.

En el mundo de los negocios las fusiones, adquisiciones, alianzas estratégicas, división de patrimonios por herencia, etc. requieren conocer cuál es el valor de la empresa, por ello comenzamos a través de este trabajo a analizar el tema, remontándonos hacia la historia. Comenzaremos describiendo las distintas aplicaciones que pueden dar lugar a la determinación de ese valor, brevemente repasaremos cuales fueron los métodos de valuación más destacados, para finalmente ahondar en los métodos de valuación más utilizados o de mayor aceptación hasta el presente.

### **2. DIFERENCIA ENTRE VALOR Y PRECIO**

Entendemos que es importante distinguir entre valor y precio, dado que, ambas expresiones no significan lo mismo. El valor puede ser distinto para diversos compradores y para el vendedor, en tanto que el precio es la cantidad que acuerdan, tanto vendedor como comprador, al concretar una operación de compraventa de una empresa.

Pablo Fernández<sup>1</sup> a través de un ejemplo que exponemos aclara el sentido de esta diferencia. Al respecto señala: suponiendo que una empresa extranjera, muy avanzada tecnológicamente, quisiese comprar una empresa muy conocida en el mercado nacional con el objetivo de conquistar tal mercado, valorará solamente la marca de la empresa nacional. Poco importarán al efecto el valor de sus maquinarias o instalaciones, ya que lo avanzado

---

<sup>1</sup> FERNÁNDEZ, Pablo. (2001) "Valoración de empresas. Cómo medir y gestionar la creación de valor". Ediciones Gestion 2000. Barcelona (España)



tecnológicamente de la empresa extranjera hará que a ésta no le interesen tales bienes. Por el contrario, a la empresa nacional le interesará valorar muy bien sus recursos materiales, dado su posición en el mercado.

La empresa extranjera deberá determinar el valor máximo que estaría dispuesta a pagar por lo que le aportaría la empresa nacional. Desde el punto de vista de ésta última interesará conocer el valor mínimo al que debería aceptar la operación. Son dos cifras que se confrontan en una negociación, al final de la cual se acordará un precio, que generalmente suele estar en algún punto intermedio de ambas.

En opinión del autor citado para los compradores pueden existir diferentes valores en función a diferentes razones, entre las que cita, economía de escala, economías de complementariedad, distintas percepciones sobre el sector y la empresa, etc.

### **3. CASOS MAS COMUNES EN LOS QUE RESULTA NECESARIO DETERMINAR LA VALUACIÓN DE UNA EMPRESA**

Pueden citarse las siguientes situaciones:

1. Operaciones de compraventa
  - Para el vendedor la valuación indica el precio mínimo por el que debe vender
  - Para el comprador la valuación le indica el precio máximo a pagar.
2. Adquisición o venta de un determinado portafolio de inversiones
  - La valuación de varias empresas servirá al inversor para establecer comparaciones entre ellas. Si el inversor cree en la evolución futura de la cotización de determinadas acciones de alguna de esas empresas obviamente intentará comprar esas acciones y muy probablemente se desprenderá de aquéllas cuya cotización estima bajará.
  - También le sirve esas valuaciones para decidir en qué valores concentrará su cartera.
  - Por último le sirve para comparar el valor obtenido con la cotización en el mercado y decidir vender, comprar o desprenderse de ellas.
3. Comparar los valores de cotización en la Bolsa
  - La determinación del valor de la empresa servirá al empresario para justificar el precio al que se ofrecen las acciones al público.
4. Herencias y testamentos.
  - La valoración de la empresa servirá para comprar el valor de las acciones con el de otros bienes.
5. Sistemas de remuneraciones basados en la creación de valor
  - La determinación del valor de una empresa o unidad de negocio servirá para cuantificar la parte de valor atribuible a los directivos.
6. Identificación de los impulsores de valor (value drivers)
  - La valuación, en este caso, servirá para identificar y jerarquizar los principales value drivers.



- Permitirá asimismo identificar las fuentes de creación y destrucción de valor.
7. Decisiones estratégicas acerca de la continuidad de la empresa
- La determinación del valor de la empresa es el paso previo antes de decidir si seguir en el negocio, vender, fusionarse, crecer o comprar otras empresas.
8. Planificación estratégica
- Servirá para decidir acerca de la empresa con referencia por ejemplo a qué productos o líneas de producto comerciar o producir, en qué tipo de negocios incursionar o en qué país o países, los tipos de clientes a abandonar, potenciar o mantener, etc.
  - Permitirá también medir el impacto de las posibles políticas o estrategias de la empresa en la creación o destrucción de valor.

#### **4. PASOS PREVIOS ANTES DE MANEJAR LOS METODOS DE VALUACION**

Sánchez Fernández de Valderrama <sup>2</sup> habla de "procesos previos" antes de manejar los métodos de valuación, que permitirán llevar al menos un cierto orden a la hora de procesar el método a seguir. Según este autor " es necesario

1. Conocer la empresa, el sector donde se mueve, la política de la empresa y sobre todo bajo qué marco legislativo se mueve para poder definir el grado de liberalización de la economía y de su sector.
2. Conocer el staff de directivos que forman parte de la compañía, como consecuencia de la cada vez mayor importancia del capital intelectual de las personas que forman parte de las empresas, que en definitiva son quizás, en su conjunto, una de las mayores fuentes generadora de creación de valor para la empresa, y por lo tanto para los accionistas.
3. El conocimiento de los negocios y de los productos que desarrolla una firma permite identificar los distintos drivers, o patrones que incidirán sobre el propio funcionamiento del negocio y de los productos que comercializa.

Recién, después de definido el marco de actuación y de un conocimiento pleno de sus Estados Contables, es cuando comienza el proceso de proyección de las distintas partidas contables y extracontables que formarán parte de los inputs para todo proceso de valoración.

Los resultados obtenidos y su ponderación, en base a la metodología que se pretenda seguir, permitirán obtener la valuación final de la empresa bajo análisis.

#### **5. EVOLUCION HISTORICA DE LOS MODELOS DE VALUACIÓN DE EMPRESAS**

---

<sup>2</sup> SÁNCHEZ FERNÁNDEZ DE VALDERRAMA, José Luis. (1999). "Nexos de unión de los modelos de Valoración". Trabajo presentado en la V Jornada de Trabajo sobre Análisis Contable. Cádiz (España). Octubre 1999



A través de los años, nos dice Sánchez Fernández de Valderrama<sup>3</sup>, los modelos de valuación han ido evolucionando, ajustándose a las características que, en virtud de sus planes o como consecuencia de las diferentes políticas de gobierno, posee cada sector tanto como a los cambios en la economía.

Así es que se pueden distinguir los siguientes períodos:

- Durante los años 20 se utilizaba el modelo Dupont. El mismo explicaba el concepto de rentabilidad a partir de la descomposición de una serie de ratios. Asimismo aparece el concepto de Rentabilidad sobre el nivel de inversiones (R.O.I.), el cual se asimila al de Rentabilidad sobre activos (R.O.A.).
- Durante la década del 60 la corriente de investigación era de neto corte normativo, buscándose medir el resultado real a partir de los conceptos económicos de beneficio. Esto dio lugar a la aparición en el ámbito contable de marcadas diferencias entre los distintos criterios de valuación.
- En los años 70 se modifica el concepto de valuación haciéndose hincapié en el beneficio por acción (B.P.A.), valorándose la empresa en función del número de veces que se paga el B.P.A. Surge el P.E.R. (Price Earnings Ratio) como su consecuencia más próxima. Se trata de una orientación empírica que parte de considerar a la contabilidad como un sistema de información, analizando la utilidad de la misma para los usuarios. Aparecen conceptos como la relación *precio / cash flow*, que incorpora a las mediciones las amortizaciones y las provisiones. Posteriormente surgen otros conceptos relacionados en términos de múltiplo, pero ninguno termina de reflejar fielmente la cuestión del valor y todos ellos bajo el sustento básico de lo reflejado en los estados contables.
- Durante los años 80 se vuelve a plantear la cuestión de los múltiplos relacionando *precio / valor en libros*, a partir del cual se podía reflejar la existencia de un *fondo de comercio* que incluía las expectativas de crecimiento tanto de los beneficios como de los futuros flujos de fondos de la empresa. Sin embargo, no era posible saber cuál era la razón por la cual algunas empresas tenían un fondo de comercio más alto que otras, encontrándose como única explicación el hecho de que en función de datos históricos, algunas poseían un nivel de rentabilidad superior a la media. Esta forma de explicar las diferencias en el valor de los fondos de comercio se basaba en un error, ya que el valor de una empresa no debe sustentarse en hechos del pasado, sino en las expectativas futuras a partir de proyecciones sobre las cifras del balance.
- Hacia fines de los 80 y durante los 90 surgieron nuevas versiones de los modelos de *flujos de fondos*, los que se basaban en diferentes tasas de crecimiento de la empresa en distintas etapas del período analizado.

Pero para entender el nexo de unión entre lo usado y lo que se usa, comenzaremos analizando algunos de los métodos clásicos utilizados.

## 6. METODOS DE VALORACIÓN . CLASIFICACION

---

<sup>3</sup> Op.cit.



Los métodos de valoración se pueden clasificar en seis grupos :

1. Balance

1.1 Valor contable

1.2 Valor contable ajustado

1.3 Valor de liquidación

1.4 Valor sustancial

2. Cuenta de Resultados

2.1 Múltiplos

2.2 PER

2.3 Ventas

2.4 P/EBITDA

2.5 Otros Múltiplos

3. Mixtos (goodwill)

3.1 Clásico

3.2 Unión de expertos contables europeos

3.3 Renta abreviada

3.4 Otros

4. Descuentos de flujos

4.1 Free cash flow

4.2 Cash flow acciones

4.3 Dividendos

4.4 Capital Cash Flow

4.5 APV



## 5. Creación de valor

### 5.1 EVA

### 5.2 Beneficio económico

### 5.3 Cash value added

### 5.4 CFROI

## 6 Opciones

### 6.1 Black y Scholes

### 6.2 Opción de invertir

### 6.3 Ampliar el proyecto

### 6.4 Aplazar la inversión

### 6.5 Usos alternativos

## 7. ANÁLISIS DE ALGUNOS DE LOS MÉTODOS MÁS UTILIZADOS

Hemos elegido algunos métodos de los desarrollados por Pablo Fernández<sup>4</sup>

### MÉTODOS BASADOS EN EL BALANCE (VALOR PATRIMONIAL)

Estos métodos intentan calcular el valor de la empresa en base a la estimación del valor de su patrimonio. Son los que tradicionalmente consideran que el valor de una empresa radica esencialmente en su balance. Su visión es estática y no tienen en cuenta la evolución futura de la empresa, el valor temporal del dinero, ni otros factores como : la situación del sector, problemas en relación con los recursos humanos, en relación con la organización, etc. situaciones que no se reflejan en los estados contables.

Entre estos métodos se pueden citar : valor contable, valor contable ajustado, valor de liquidación y valor sustancial.

Valor contable : este método también recibe el nombre de valor en libros o patrimonio neto de una empresa y constituye el valor de los recursos propios que se exponen en el Estado de Situación Patrimonial dentro del apartado Patrimonio Neto, formado por el Capital y las Reservas. También se lo calcula como la diferencia entre el Activo total y el pasivo exigible, en otras palabras el excedente del total de bienes y derechos de la empresa sobre el total de sus deudas contraídas con terceros. La crítica se encuentra en su propio criterio de definición, ya que los criterios contables están sujetos a cierta subjetividad y se diferencian de los criterios llamados de "mercado"

---

<sup>4</sup> Op. Cit.



Valor contable ajustado : este método ajusta los valores del Activo y del Pasivo históricos (según Balance) a su valor de mercado. Realiza depuraciones de los Activos y Pasivos y revaluaciones.

Valor de liquidación : este método se aplica en el caso en que la empresa se encuentre en estado de liquidación, motivo por el cual realizará sus activos para cancelar sus deudas. El valor se calcula descontando del patrimonio neto ajustado los gastos de liquidación, como gastos fiscales, indemnizaciones a empleados, y otros gastos propios de la liquidación. Como puede observarse representa un valor mínimo, ya que quien la compra lo hace con la intención de su liquidación posterior y el valor que está dispuesto a pagar es inferior al que correspondería si la empresa supone su continuidad.

Valor sustancial : representa la inversión que se necesitaría realizar para obtener una empresa en las mismas condiciones en la que se encuentra. No es otra cosa que el valor de reposición, siempre bajo el supuesto de continuidad o empresa en marcha. No se suelen incluir dentro de este valor, aquellos bienes que no están en condiciones para la explotación, como por ejemplo terrenos no utilizados, participaciones en otras empresas, etc.

Se pueden apreciar tres clases de valor sustancial :

- ✓ Valor sustancial bruto : es el valor del activo valuado a precio de mercado
- ✓ Valor sustancial neto o activo neto corregido : es el valor sustancial bruto menos el pasivo exigible. Se lo conoce también como patrimonio neto ajustado.
- ✓ Valor sustancial bruto reducido : es el valor sustancial bruto reducido sólo en el valor que corresponde a los proveedores.

#### MÉTODOS BASADOS EN LA CUENTA DE RESULTADOS

Se diferencia de los anteriores porque se basan en la cuenta de resultados, toman magnitudes que extraen de los beneficios, de las ventas o de otro indicador. Utilizan múltiplos para su cálculo, tal es el caso de los métodos basados en el PER, donde el precio de la acción es un múltiplo del beneficio. El PER de una acción indica el múltiplo del beneficio por acción que se paga en la bolsa.

Entre estos métodos se pueden citar : el valor de los beneficios :PER, el valor de los dividendos, el múltiplo de las ventas, otros múltiplos y múltiplos utilizados para valorar empresas en Internet.

#### MÉTODOS MIXTOS, BASADOS EN EL FONDO DE COMERCIO O GOODWILL

El fondo de comercio es el mayor valor que tiene una empresa por encima del valor contable o valor contable ajustado. Intenta representar el valor de los elementos inmateriales de la empresa, que muchas veces no aparece reflejado en el balance, pero que le proporcionan ventajas competitivas (ejemplo cartera de clientes, liderazgo sectorial, marcas, alianzas estratégicas, etc.). Una valoración correcta bajo este método requerirá añadir al activo neto estos inmateriales. El problema se presenta en el momento de calcular su valor, ya que existen diferentes metodologías.



Estos métodos parten de una visión mixta : valoran en forma estática a los activos y lo valoran en forma dinámica al tratar de cuantificar el valor que generará la empresa en el futuro. El autor sostiene que en su determinación existe mucha arbitrariedad y en consecuencia no comparte su utilización en la práctica. Agrega en ellos no se puede encontrar "mucho ciencia".

Entre estos métodos se pueden citar : el Método de valoración "Clásico", el Método simplificado de la "renta abreviada del goodwill" o método de la UEC (Unión de expertos Contables Europeos) simplificado, el Método de la UEC propiamente dicho, el Método indirecto o método de "los prácticos", el Método anglosajón o método directo, el Método de compra de resultados anuales y el Método de la tasa con riesgo y de la tasa sin riesgo.

### MÉTODOS BASADOS EN EL DESCUENTO DE FLUJOS DE FONDOS (CASH FLOWS)

Estos métodos intentan determinar el valor de la empresa en función de la estimación de los flujos de dinero – cash flows- que generará en el futuro, descontándolos a una tasa de descuento relacionada con el riesgo de dichos flujos. En otras palabras es obtener el valor actual de los flujos de fondos esperados. Para el autor es el método más apropiado para valorar una empresa.

Requieren un pronóstico detallado y minucioso para cada período, de cada una de las partidas financieras relacionadas a la generación de los *cash flow* de la empresa, como: cobro de ventas, pagos, etc. Funcionaría como un presupuesto de tesorería.

El inconveniente se encuentra en la elección de la tasa de descuento apropiada.

## **8. REFLEXIONES**

El presente trabajo, anclado en un proyecto de investigación sobre el Valor Empresa, tiene por objeto dejar plasmado los primeros pasos en la investigación del tema aludido.

Por ello sólo contempla el análisis de algunos de los primeros métodos de valuación o valoración de empresas empleados en épocas anteriores. Estos métodos llamados contables, porque se nutren de la contabilidad, han dejado de emplearse por la sencilla razón de que los datos suministrados por la cuenta de Resultados, como los obtenidos del Estado de Situación Patrimonial o Balance son datos históricos, correspondientes a un momento determinado y no tienen en cuenta otras variables que si son contempladas por métodos más modernos y complejos utilizados en la actualidad. El análisis de estos últimos será encarado en otra etapa prevista dentro del mismo proyecto de investigación.

## **BIBLIOGRAFIA**

FERNÁNDEZ, Pablo. (2001) "Valoración de empresas. Cómo medir y gestionar la creación de valor". Ediciones Gestion 2000. Barcelona (España).

SÁNCHEZ FERNÁNDEZ DE VALDERRAMA, José Luis. (1999). "Nexos de unión de



los modelos de Valoración". Trabajo presentado en la V Jornada de Trabajo sobre Análisis Contable. Cádiz (España). Octubre 1999