

Vazzano, Vanesa

Métodos de valoración de empresas

Anuario de la Facultad de Ciencias Económicas del Rosario N° 11, 2015

Este documento está disponible en la Biblioteca Digital de la Universidad Católica Argentina, repositorio institucional desarrollado por la Biblioteca Central "San Benito Abad". Su objetivo es difundir y preservar la producción intelectual de la Institución.

La Biblioteca posee la autorización del autor para su divulgación en línea.

Cómo citar el documento:

Vazzano, V. (2015). Métodos de valoración de empresas [en línea]. *Anuario de la Facultad de Ciencias Económicas del Rosario*, 11. Disponible en:
<http://bibliotecadigital.uca.edu.ar/repositorio/revistas/metodos-valoracion-empresas-vazzano.pdf> [Fecha de consulta:.....]

MÉTODOS DE VALORACIÓN DE EMPRESAS

Vazzano, Vanesa⁸⁹

Facultad de Ciencias Económicas del Rosario

Universidad Católica Argentina

Av. Pellegrini 3314, CP 2000, Argentina

Resumen. Las empresas en la actualidad tienen más valor del que puede ser reflejado en sus balances y estados de resultados, porque además de los recursos materiales que estas tienen y que por su tangibilidad posibilitan ser expresados en las cuentas contables; las empresas tienen también un valor, que está determinado por sus conocimientos, la imagen de su producto, sus relaciones, entre otros. El presente documento resume los principales métodos de valoración de empresas analizando sus principales características y limitaciones. La primera parte describe los métodos basados en el estado de situación patrimonial, luego los métodos basados en el estado de resultados; en tercer lugar los métodos de creación de valor basados en el goodwill o capital intelectual y finalmente los métodos de descuento de flujo de fondos.

Palabras clave: empresas, métodos de valoración, valor.

1. INTRODUCCION

Actualmente, el mundo de los negocios ha estado marcado por el conocimiento o, bien por aquellos elementos de naturaleza inmaterial que tienen incidencia directa en la generación de ventajas competitivas de una empresa. En este contexto, en las últimas décadas se detecta cómo se presenta un fenómeno de revalorización casi general de todas las empresas, el cual puede medirse, entre otros factores, por su valor de mercado, que generalmente multiplica el monto total de los activos netos de la compañía.

Los estados financieros de las empresas están preparados de acuerdo a la normativa contable vigente. Sin embargo, la información que brindan, no es completa ni homogénea ya que existen algunos elementos que ayudan a determinar el valor real de una compañía pero que no pueden ser revelados en dichos estados; lo cual se traduce en una incapacidad para representar el valor contable real o estratégico de las mismas (generación de valor futuro). En

⁸⁹vanesavazzano@uca.edu.ar

consecuencia, vedan la posibilidad de explicar la diferencia real entre el valor que expresan los libros contables y el valor que tiene esa misma empresa en el mercado, para el caso de las empresas que cotizan, o el exceso sobre ese valor que se estaría dispuesto a pagar por una empresa, en el caso de que no coticen en un mercado organizado. La ausencia de esclarecimiento de esa diferencia desvirtúa la relevancia y utilidad de la información financiera, su valía a la hora de apoyar la toma de decisiones, no satisfaciendo la necesidad real de los usuarios de esa información y por ello incumpliendo su principal cometido.

En consecuencia, la pregunta que habría de hacerse es, a qué se debe la enorme diferencia existente entre el valor de mercado de una empresa con respecto al monto de sus activos netos. La respuesta probablemente se hallará en los distintos modelos de valoración de las empresas los cuales pueden clasificarse en los métodos basados en el estado de situación patrimonial; métodos basados en el estado de resultado, métodos basados en el fondo de comercio/capital intelectual y métodos basados en el descuento de flujos de fondos. De todos modos, hay que tener presente que una valoración es una estimación del valor que nunca llevará a determinar una cifra exacta y única, sino que ésta dependerá de la situación de la empresa, del momento de la transacción y del método utilizado.

2. MÉTODOS DE VALORACIÓN DE EMPRESAS

Desde hace mucho tiempo, se manifiestan las diferencias entre los precios de cotización de las empresas en el caso que coticen o el valor pagado por ellas, en el caso contrario; y el valor contable registrado en sus libros según la normativa vigente. Esto justifica el estudio de los diferentes métodos de valoración de empresas para explicar esa sabida diferencia. Entre ellos se encuentran:

Métodos basados en el estado de situación patrimonial	Métodos basados en el estado de resultados	Métodos basados en el goodwill	Métodos basados en el flujo de fondos
<ul style="list-style-type: none"> ➤ Valor contable ➤ Valor contable ajustado ➤ Valor sustancial ➤ Valor de liquidación 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ PER ➤ Valor de los dividendos ➤ Múltiplos de ventas 	<i>Patrimonio neto mas de fondo de comercio</i>	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Free cash flow ➤ Cash flow del accionista ➤ Capital cash flow ➤ Adjusted present value (APV)

2.1. Métodos basados en el estado de situación patrimonial.

Estos métodos consideran que el valor de una empresa radica en su balance. Proporcionan el valor desde una perspectiva estática lo que implica no considerar la futura evolución de la empresa. Entre sus debilidades, se enumeran la no contemplación de los futuros ingresos de la organización, la desestimación del valor tiempo del dinero, la reacción de la competencia y el

comportamiento del mercado, el conocimiento de las personas o el grado de compromiso de éstas. En cuanto a sus fortalezas, la principal es que permite prontamente tener un marco de referencia del valor de la firma, debido a que la información esta organizada en base a la partida doble lo cual permitirá reflejar la situación económica de la empresa en un momento específico.

2.1.1. Valor contable.

Es el valor contable de las acciones, es decir, el valor del patrimonio neto (activos menos pasivos) según los libros. Es el valor de los recursos propios que figuran en el balance. Surgen de los registros contables preparados según un conjunto de normas que procuran establecer un marco de referencia estándar para las empresas.

2.1.2. Valor contable ajustado o valor del activo neto real.

Es el patrimonio ajustado a valores de mercado. “Es un método que trata de salvar el inconveniente que supone la aplicación de criterios exclusivamente contables en la valoración” (Fernández, 1998).

2.1.3. Valor de reposición o substancial.

Es la inversión que representa constituir una empresa en idénticas condiciones a la que se esta valorando. Puede definirse como el valor de reposición de los activos bajo el supuesto de continuidad de la empresa.

Se distinguen dos clases de valor substancial:

-valor substancial bruto. Es el valor del activo a precio de mercado

-valor substancial neto o activo neto corregido: es el valor substancial bruto menos el pasivo exigible.

2.1.4. Valor de liquidación.

Es el valor de una empresa en el caso en que se proceda a su liquidación. Parte del supuesto que la empresa cesará sus actividades, por lo que sus recursos serán vendidos de manera inmediata en el mercado (es decir se liquidarán), y a la vez las obligaciones de la firma también serán efectivizadas de forma inmediata. El resultado económico de esta operación, deduciendo los gastos incurridos en dicho proceso, corresponderá al valor del patrimonio restante, y reflejará el valor liquidación que la firma posee. Refleja el valor mínimo de la empresa.

2.2. Métodos basados en el estado de resultados.

A estos métodos también se les denomina valor por múltiplos, debido a que recurren a la multiplicación para realizar una valoración rápida, en base a los beneficios, ventas u otro elemento de la cuenta de resultados de una empresa.

Generalmente, se los suele tomar como punto de partida para la valoración de una empresa puntual, tomando como referencia un múltiplo de otra empresa. Dado que no existen dos organizaciones iguales, este método no se ajusta realmente al valor de la empresa.

2.2.1. Valor de los beneficios PER.

La ratio PER (*Price Earning Ratio*) es un indicador de rendimiento de la empresa cuyo objetivo es encontrar la cantidad de dinero invertido por cada peso que genera la empresa. Indica la relación entre precio de mercado (acciones) y beneficios después de impuestos o beneficio líquido, por ello cuando su resultado sea más pequeño mejor.

$$\text{PER} = \frac{\text{Precio de mercado}}{\text{Beneficio}}$$

2.2.2. Valor de los dividendos.

Los dividendos son los pagos periódicos a los accionistas. Según este método, el valor de una acción es el valor actual de los dividendos que se esperan obtener de ella. Los dividendos constituyen precisamente esa forma de retribución al accionista ante su riesgo de inversión, y lo habitual es que ese premio -usualmente monetario- provenga de las ganancias que obtuvo la empresa en el correr de un período.

2.2.3. Múltiplos de las ventas.

Este método de valoración es el resultado de la multiplicación de las ventas por un número que depende del sector de actividad y de la coyuntura económica del momento.

La Ratio precio sobre ventas se puede descomponer en otras dos:

$$\text{Precio} / \text{Ventas} = (\text{precio} / \text{beneficio}) \times (\text{beneficio} / \text{ventas})$$

La primera ratio (precio / beneficio) es el PER y la segunda (beneficio / ventas) se conoce como rentabilidad sobre ventas.

2.2.4. Otros múltiplos que se utilizan con frecuencia son:

- Valor de la empresa / EBIT (beneficio antes de intereses e impuestos)
- Valor de la empresa / EBITDA (beneficio antes de amortización, intereses e impuestos)
- Valor de la empresa / Cash Flow Operativo
- Valor de las acciones / Valor Contable

2.3. Métodos mixtos, basados en el valor llave o goodwill.

Estos métodos normalmente se basan en el fondo de comercio o goodwill, es decir, es el valor que recibe la empresa por encima de su valor contable ajustado y corresponde a un conjunto de fortalezas de la firma, que no se ven reflejados en la contabilidad.

Estos métodos parten de un punto de vista mixto ya que por un lado, realizan una valoración estática de los activos de la empresa y, por el otro, añaden cierta dinamicidad a dicha valoración porque tratan de cuantificar el valor que generará la empresa en el futuro. Se trata de métodos cuyo objetivo es la determinación del valor de la empresa a través de la estimación del valor conjunto de su patrimonio más una plusvalía resultante del valor de sus beneficios futuros.

Dentro del valor llave se agruparán aspectos como la ubicación estratégica, la calidad de la cartera de clientes, el liderazgo de la marca, el posicionamiento, las alianzas estratégicas, entre otros. Sin embargo, esa plusvalía no representa todos los elementos de naturaleza intangible que hacen posible el éxito de una empresa, sino una pequeña parte de éstos. Detrás del fondo de comercio, o plusvalía o goodwill se asoma otro concepto más completo que siempre ha existido, y en las empresas proactivas, desde su constitución, y es el llamado capital intelectual. Respecto del tema, Edvinsson y Malone (2000), señalan que el capital intelectual se esconde dentro de ese asiento contable misterioso llamado goodwill. La diferencia es que tradicionalmente el valor llave contenía activos poco usuales pero reales, tales como las marcas de fábrica, en tanto que el capital intelectual explora activos todavía menos tangibles, tales como la capacidad de una compañía para aprender y adaptarse. El término de Capital Intelectual (Sveiby, 2000) surge de la diferencia cada vez mayor entre el valor de una acción en los libros de contabilidad y el valor de la misma en los mercados financieros. Bajo el concepto de capital intelectual se recogen aquellos activos intangibles de la empresa que, aunque no estén reflejados en los estados contables tradicionales, generan o generarán valor para la misma en un futuro, como consecuencia de aspectos relacionados con el capital humano y con otros estructurales, como: la capacidad de innovación, las relaciones con los clientes, la calidad de los procesos, productos y servicios, capital cultural y comunicacional, que permiten a una empresa aprovechar mejor las oportunidades, dando lugar, a la generación de beneficios futuros. Autores como Brooking (1997) refieren al capital intelectual como la “combinación de activos inmateriales que permiten funcionar a la empresa”. Stewart (1998), por su parte, define el capital intelectual como “material intelectual, conocimiento, información, propiedad intelectual, experiencia, que puede utilizarse para crear valor”. Euroforum (1998) interpreta al capital intelectual como el conjunto de recursos intangibles de los que dispone la empresa en un determinado momento del tiempo que, pese a no estar reflejados en los estados contables tradicionales, en la actualidad genera valor o tiene potencial de generarlo en el futuro. Finalmente, Edvinsson y Malone (2000) lo explican como “la posesión de conocimientos experiencia aplicada, tecnología organizacional, relaciones con clientes y destrezas profesionales que proporcionan una ventaja competitiva en el mercado”.

Componentes del capital intelectual

El capital intelectual es la combinación de los recursos humanos, organizativos y relacionales de una empresa. Los elementos que lo integran son:

- Capital Humano: es el capital que reside en los miembros de la organización y que permite crear valor. Incluye, los saberes, las capacidades, experiencias y habilidades de las personas que integran la organización. Ejemplos son la capacidad para innovar, la creatividad, el saber hacer y la experiencia previa, la capacidad para trabajar en equipo, la flexibilidad del empleado, la capacidad de negociación, la motivación, la satisfacción, la capacidad para aprender, la lealtad, etc., así como su nivel educativo y la titulación académica.
- Capital Estructural: es el conjunto de conocimientos que la empresa ha podido internalizar y que permanecen en ella. Comprende las rutinas organizativas, los procedimientos, sistemas, culturas, bases de datos, etc. Ejemplos son la flexibilidad organizativa, el servicio de documentación, el uso generalizado de Tecnologías de la Información, la capacidad organizativa de aprender, etc. Algunos de ellos pueden protegerse legalmente y convertirse en Derechos de Propiedad Industrial o Intelectual, como los derechos de autor o las patentes.
- Capital Relacional: es el conjunto de vínculos y relaciones externas de la empresa con sus clientes, proveedores de bienes, servicios o capital o con sus socios de investigación y desarrollo. Comprende tanto las relaciones de la empresa con terceros (inversores, acreedores, clientes, proveedores, etc.), como las percepciones que éstos tienen de la compañía. Ejemplos de esta categoría son la imagen, la lealtad y la satisfacción de los clientes, los pactos con los proveedores, el poder comercial, la capacidad de negociación con instituciones financieras, con reguladores, etc.

Cabe destacar que, no basta con tener los tres factores separados como fuentes independientes del capital intelectual, sino que deben complementarse los unos a los otros. De hecho, cuando la organización sea muy fuerte en uno o dos de esos factores, si el tercero es débil, ésta no tiene capacidad para convertir su capital intelectual en valor corporativo. El valor corporativo proviene de la interacción de los tres elementos. Edvinsson y Malone (2000) afirman que en la intersección de los tres factores está la plataforma de valor, la fuente de creación de todo valor por la organización.

2.4. Métodos basados en el descuento de flujos de fondos.

Según Fernández (1998) tratan de determinar el valor de la empresa a través de la estimación de flujos de dinero-cash flows- que generará en el futuro, para luego descontarlos a una tasa apropiada según el riesgo de dichos flujos. Contempla cinco elementos fundamentales en la valuación: I. Horizonte de planeamiento; II. Proyección económica y financiera; III. Valor residual de la Compañía; IV. Tasa de descuento; V. Activos y pasivos no operativos. Además, señala que son métodos generalmente utilizados en la actualidad, ya que consideran

a la empresa como un ente generador de flujos de fondos y, por ello, sus acciones y deudas son valuados como otros activos financieros. Asimismo, cabe mencionar que los métodos de descuento de flujos se basan en un pronóstico detallado y cuidadoso para cada periodo de cada una de las partidas financieras vinculadas a la generación de los flujos de efectivo correspondientes a las operaciones de la empresa.

2.4.1. Free cash flow (FCF).

Es el flujo de fondos libres, corresponde al flujo de fondos operativos de una empresa sin considerar el financiamiento de la misma, aunque después de impuestos. Es el sobrante que quedará en la firma luego de haber cubierto las necesidades operativas de fondos, y las inversiones suponiendo que no hay deuda y por tanto tampoco existirá una carga financiera.

Para determinar el FCF, se procederá de un modo semejante al presupuesto de tesorería, con la diferencia de que se proyectarán los flujos realizados a la tesorería (es decir que se excluyen los conceptos temporales de devengamiento contable y costos de oportunidad), y se procurará eliminar la mayor cantidad posible de subjetividades a la hora de determinar el beneficio neto (identificación de ingresos y asignación de costos y gastos).

Este método supone prescindir de la financiación de la empresa, para focalizarse en el rendimiento económico de los activos de la empresa después de impuestos, bajo el supuesto de empresa en marcha.

2.4.2. Flujo de fondos para el accionista.

Para calcular el flujo de fondos disponible para el accionista se parte del flujo de fondos libres y se le restan los pagos de los intereses de la deuda y el pago del capital; y se le suman los incrementos de nuevas deudas. Se refiere básicamente al flujo de fondos que queda disponible en la empresa luego de haber cubierto las necesidades operativas de fondos, el neto de las inversiones en activos fijos y los costes financieros, reintegrando la parte correspondiente al principal

2.4.3. Capital cash flow.

Corresponde a la suma de del flujo de fondos para el accionista más el flujo de fondos para los poseedores de deuda. La diferencia entre el *free cash flow* y el *capital cash flow* radica en que este último es el flujo correspondiente a acciones y deuda, mientras que el FCF solamente corresponde a las acciones cuando la empresa no posee deuda.

2.4.4. Adjusted present value (APV).

El método APV, o escudo fiscal, contempla la existencia de un ahorro fiscal para la firma proveniente de los intereses que la deuda genera en la empresa. Estos intereses cuando se devenguen implicarán una pérdida que se traducirá en un beneficio fiscal al disminuir el pago

de impuestos. La forma sugerida de valoración a través del APV es la de discriminar estos ahorros provenientes del escudo fiscal, de modo que primero se calculará el valor de la empresa sin deuda, es decir, sin apalancamiento financiero, y luego en una segunda etapa se calcularán los ahorros que el escudo fiscal provocará en cada período.

3. CARACTERISTICAS Y LIMITACIONES

Todo proceso de valoración no es más que una simple estimación del valor de la empresa. Dado que los diferentes métodos de valoración arrojan resultados distintos, no es conveniente tomar un promedio de los valores encontrados sino por el contrario conviene eliminar aquellos valores que no sean correctos dependiendo de la situación particular de la empresa que se está valorando.

En el caso de los métodos basados en el estado de situación patrimonial, si bien son métodos sencillos de aplicar ya que examinan la contabilidad para encontrar un estimado del valor de mercado, el problema se plantea dada la arbitrariedad de las prácticas contables y falta de justificación teórica de una relación pendiente entre el valor en libros y el valor de mercado de una compañía. Esto es, la contabilidad trabaja sobre hechos históricos, en tanto que el valor de mercado está sujeto a hechos futuros, es decir, a los ingresos, gastos, utilidades, y flujos de caja futuros. Por lo tanto cabe preguntarse si la contabilidad sirve para valorar empresas. Y la verdad es que este criterio de valorización de activos muchas veces difiere del valor económico, no contempla la capacidad de generación de beneficios futuros y no incorpora aspectos esenciales en la agregación de valor para el accionista, tales como capacidad de gestión, experiencia de la fuerza laboral, posicionamiento de la empresa en el mercado, sinergia desarrollada por el negocio, entre otros.

En cuanto a los métodos basados en el estado de resultados, proporcionan indicadores comparativos del valor estimado de la empresa respecto de las cifras informadas por el mercado, siempre que estén disponibles. En general, suele ser más adecuado cuando lo que se está valorando es ordinario y cuando existen disponibles benchmarks comparables. Sin embargo, el principal problema consiste en encontrar empresas comparables de las que se puedan extraer esos múltiplos para ser aplicados a la valoración de una empresa puntual; y en la práctica son muy pocas las empresas públicas de las que se podrían extraer esos múltiplos. De hecho, la utilización de múltiplos extraídos de empresas en otros países con mercados financieros más desarrollados como Estados Unidos, también tiene problemas debido a los diferentes tratamientos contables entre naciones (por ejemplo, métodos de depreciación, créditos por inversión, métodos de valoración de inventarios, revaloración de activos, contabilidad de inversiones temporales y permanentes). Por lo tanto, esto podría provocar que la utilización de un múltiplo particular no sea del todo adecuado.

Respecto de los métodos mixtos, basados en el valor llave o goodwill, consideran a los intangibles o capital intelectual como el determinante fundamental del valor de las compañías y el factor más importante del éxito. Este último se constituye como el factor principal, fuente

de ventajas competitivas de una empresa. El capital intelectual incluye, entre otros, los siguientes elementos: conocimiento y satisfacción de los empleados, valor de las relaciones con clientes, proveedores, cultura, socios y estructura organizativa. La principal dificultad es que no puede ser reflejado en los estados financieros tradicionales ya que la normativa contable vigente no considera que cumpla con los requisitos necesarios para ser reconocido como activo. Por lo tanto, al no estar regulado, su medición resulta algo compleja y en consecuencia se aplican diferentes métodos de medición que ayudan a determinar un valor estimado.

Acerca de los métodos basados en el descuento de flujos de fondos, son los más utilizados en la actualidad en nuestro contexto. Generalmente, el valor de una compañía surge de su capacidad de generar flujo de fondos. La principal desventaja radica en la necesidad y dificultad de definir diversos parámetros tales como flujos esperados, tasa de descuento; y, consecuentemente, poseen una gran dosis de subjetividad.

4. CONCLUSION

Para finalizar, cabe aclarar que no se puede pretender calcular el valor final y definitivo de una empresa a partir de un simple cálculo matemático. La valoración es un asunto subjetivo, de juicio, en el que deben ponderarse varios factores, y en este sentido, es tanto arte como ciencia. Por lo tanto, dentro de los métodos posibles para valorar una empresa, y dada las características y desventajas planteadas anteriormente, el método mixto basado en el capital intelectual parece ser el método que mejor explica las diferencias de valores existentes entre el propuesto por el mercado y el que surge de la aplicación de las normas contables; ya que el capital intelectual constituye la parte más significativa de los activos intangibles que aun sin reconocimiento en los estados financieros, es reconocido por el mercado. Por otra parte, es el que justifica las ventajas competitivas y diferenciadores de las distintas empresas en el mercado. Consecuentemente, sería relevante para las empresas la gestión del capital intelectual para la creación de valor sostenible en el tiempo que permita alcanzar la rentabilidad financiera y el éxito empresarial esperado.

5. BIBLIOGRAFÍA

Brooking, A. (1997). *El capital intelectual. El principal activo de las empresas del tercer milenio*. Buenos Aires: Paidós.

Bueno, E., Salmador, M.P. y Merino, C. (2008). Génesis, concepto y desarrollo del capital intelectual en la economía del conocimiento: Una reflexión sobre el Modelo Intellectus y sus aplicaciones. *Estudios de Economía Aplicada*, 26(2), 43-63. España

Edvinson, L. y Malone, M. (2000). *El capital intelectual: como identificar y calcular el valor de los recursos intangibles de su empresa*. Barcelona: Gestión 2000.

Euroforum. (1998). *Modelo Intellect*. Madrid: Instituto Universitario Euroforum Escorial.

- Fernández, P. (1998). *Valoración de empresas. Como medir y gestionar la creación de valor*. Barcelona: Gestión 2000.
- Fernández, P. (2008). *Métodos de valoración de empresas*. Barcelona: IESE Business School.
- Funes Cataño, Y. y Hernández Garnica, C. (2001). Medición del valor del capital intelectual. *Revista Contaduría y Administración*. (203). 45-58.
- LaportaPomi, R., VitaleWolski, B. y Laporta Miguez, M.C. (2013). *Propuesta metodología: Valorización del Capital Intelectual. Un enfoque desde la Gestión de Costos. Estudio de caso*. XXX Conferencia interamericana de contabilidad. Montevideo, Uruguay.
- Mesquita Zanini, F. y Cañibano Calvo, L. (2006). Midiendo el capital intelectual de las empresas: propuesta de dos proxies. *Revista Base (Administração e Contabilidade) da UNISINOS*, 3(3), 297-310.
- Pereyra Terra, M. (2008). *Valoración de empresas: una revisión de los métodos actuales*. Montevideo: Universidad ORT.
- Ramírez Córcoles, Y. (2007). El capital intelectual en los estados financieros: una necesidad. *Partida Doble*, 184, 18-29.
- Román, N. (2004). Capital intelectual. Generador de éxito en las empresas. *Visión gerencial*, (3), 2, 67-79
- Román, N. (2009). Lineamientos para gestionar y medir el capital intelectual en las empresas. *Actualidad Contable FACES*, 18, 103-113.
- Stewart, T. (1998). *La nueva riqueza de las organizaciones: el capital intelectual*. Buenos Aires: Granica.
- Sveiby, K.E. (2000). *Capital Intelectual: La nueva riqueza de las empresas*. Barcelona: Gestión 2000.
- Visconti, R. (2009). *El Capital Intelectual. Concepto-Valuación y Registro Contable*. XI Congreso internacional de costos y gestión. Trelew, Argentina.