



VIII JORNADAS DE CONTABILIDAD FINANCIERA

BARCELONA, 28-29 DE MAYO DE 2009

VALORACIÓN DE EMPRESAS: CAMBIOS EN LOS PARÁMETROS GENERADOS POR LA CRISIS ACTUAL

Joaquín-Andrés Monzón Graupera

Dr. en Ciencias Económicas y Empresariales

Profesor Titular de Universidad

Departamento de Contabilidad

Universidad de Barcelona

0. ABSTRACT

En esta comunicación se repasan los impactos principales que una situación de crisis económico-financiera como la actual produce en la materia prima y la estructura de los modelos necesarios para determinar financieramente el valor de la empresa.

1. VISIÓN GENERAL

A efectos de una fácil lectura de esta breve comunicación, efectuamos la presentación y las conclusiones al principio.

Los cambios estructurales provocados por la crisis financiera (cuyo inicio formalmente podemos situar en 2007-08) tanto en los mercados de bienes corrientes y de capital como en el mercado de servicios (incluidos los propios servicios financieros) han generado fuertes cambios de expectativas sobre el valor de las empresas que pueden ser objeto potencial de transacción, notablemente a la baja, como es obvio.

Situados en una perspectiva de compradores, perspectiva que es inevitable tienda a sobrevalorar la moderación y el conservadurismo de aquéllos que colaboran con su valoración al proceso de negociación de la compra, en el caso de que los modelos de valoración usados sean los modelos de descuento financiero de los flujos de caja previstos, estos cambios están provocando las siguientes tendencias expresadas en forma resumida:

- 1) Una **reducción apreciable de los flujos futuros de caja a actualizar**, por comparación entre los correspondientes a los mismos años pero planificados en dos situaciones arquetípicas diferentes: los momentos de la situación pre-crisis (por ejemplo, a principios en 2007) y los de la dura depresión que actualmente nos afecta (mitad de 2009) reducción que impactará negativamente en todos los años futuros, pero en especial durante los primeros años del horizonte temporal, (2S 2009, 2010... etc.) que son -además- los de mayor valor relativo en todo proceso de descuento de flujos. Así, en estos casos, el descenso del Valor Actualizado es más que proporcional que el descenso medio anual de los flujos de caja que han servido para determinarlo. Se han perdido dos años “buenos” (2007 y 2008) y ha desaparecido valor previsional en los años siguientes (2009 y posteriores) pues la información manejada determina expectativas bastante

peores tras estos dos años; y, si se desea mantener el mismo número de períodos en el horizonte temporal de la valoración, cierto es que los dos años que *se pierden* al principio, *se ganan* al final, pero con expectativas y valores que hoy son muy borrosos e inciertos.

- 2) Pero siendo realistas, además se debería aplicar **una significativa reducción del horizonte temporal a considerar, para hallar el valor actualizado de los flujos**. Cuando en la mayor parte de los países las tasas de interés nominales eran muy elevadas (1960-1995) no importaba que en la valoración financiera se considerase la actualización de una renta perpetua, por mera comodidad operativa y elegancia procedimental. Sin embargo, durante el descenso sistemático de tipos de interés (1996-2006) cada vez ha sido más conveniente usar valoraciones por descuento de rentas temporales con horizontes entre 8 y 15 años, dependiendo del sector. Y ello debido a que los tipos de interés bajos castigan relativamente poco las rentas lejanas, por lo que hay peligro de sobrevaloración, cuando en la valoración empresarial se usan rentas perpetuas. Obviamente puede considerarse la actualización de un "valor residual" adicional, al término del horizonte temporal acotado. Pero en un contexto de incertidumbre económica, financiera y tecnológica extremas, tal vez no se pueda ser muy optimista sobre su tamaño. Y si no se es optimista, razón de más para no actualizar una cantidad masiva a un interés bajo, que repercutirá notablemente al alza la valoración del negocio concernido.
- 3) **Un aumento notable de las tasas de descuento que deben usarse ahora para actualizar los flujos, con respecto a las aplicadas en la situación pre-crítica de 2006**. Los **tipos de interés básicos** (de la Reserva Federal USA y del Banco Central Europeo) están próximos a cero por ciento anual pero, dada la situación de notable incertidumbre, las **primas de riesgo suplementarias** exigidas por los inversores a los negocios que valoran adquirir o emprender –y también y adicionalmente, las primas de riesgo financieras exigidas por los bancos para financiar cualquier proyecto de inversión- son **las mayores desde hace bastantes años**. Por tanto, el impacto de ambas tendencias ha provocado un aumento neto de las tasas mínimas exigidas a los negocios por parte del mercado. Y se sabe que **el porcentaje de aumento de la tasa media de descuento que se aplica en un modelo de valoración, provoca un porcentaje**

de descenso del valor que arroja el cálculo con dicho modelo que, aunque sea menos que proporcional -en el caso de rentas temporales- (que el mencionado porcentaje de aumento de la tasa de descuento que resulta como consecuencia de la suma global aumentada de dichos bajos tipos básicos del mercado financiero más las correspondientes -muy aumentadas- primas de riesgo exigidas por los inversores y financiadores) **acaba siendo bastante considerable.**

4) Y la tendencia de futuro no es más esperanzadora: **conforme vaya remitiendo la crisis, probablemente hallaremos varias tendencias de fondo:** I) la subida progresiva de los tipos de interés básicos de la Reserva Federal y del Banco Central Europeo, formalmente para detener la inflación y enfriar de nuevo la maquinaria económica, si ésta se dispara de nuevo. Dicha subida será compensada -en parte- por el descenso de primas de riesgo del mercado, al vislumbrar la salida de la crisis, pero pocos expertos se atreven ahora a advertir a la población que el descomunal y desordenado aumento del gasto público que están realizando los diversos Estados que desean hallar un atajo a la crisis o salir de ella, provocará una inflación monetaria notable a medio y largo plazo, si hemos de creer los postulados de la teoría cuantitativa de Irving Fisher y el malévolos efecto “crowding-out” (efecto-desplazamiento de la financiación privada por aumento desmedido de la pública para atender a la financiación de los déficits públicos) que va a ser generado por la necesidad extra de financiación del gasto público y del déficit público en los próximos años. Tal vez una inflación que de nuevo se desboque -acercándose al 10% o sobrepasándolo- sea *un mal menor* que contribuya a paliar la crisis y a conducir más rápidamente hacia su salida, pero por desgracia la economía y los agentes sociales pagarán con creces en el futuro el descontrol, el despilfarro y los desmanes cortoplacistas actuales. Y no es que seamos contrarios precisamente a los postulados keynesianos, para salir de este atolladero económico. A lo que somos contrarios es la adopción de medidas tardías, poco selectivas (“efecto-trabuco”) y escasamente meditadas.

5) Los modelos de valoración por descuento se basan en tres grandes parámetros: a) los flujos anuales a descontar; b) el horizonte temporal de flujos a considerar; y c) la tasa de descuento aplicable (o tasas, si se desean discriminar diferentes

tramos temporales con distintos tipos de interés). Dicho en resumen, **los tres aspectos cuantitativos principales de los modelos de valoración**, como no podía ser de otro modo, **evolucionan desfavorablemente**. Los flujos anuales previstos son menores, el horizonte de descuento es más corto y la tasa de descuento aplicable a los flujos es más alta (o bien el conjunto de tasas de descuento sucesivas previstas, es sistemáticamente más alto).

- 6) **El único factor favorable en todo ello es el tipo de interés nominal de referencia que en pleno epicentro de la crisis, resulta ser bajísimo. Pero está sucediendo de tal modo que no favorece la determinación de valoraciones de empresa más altas. La causa es doble:** los tipos de interés finales exigidos por los inversores y/o por los Bancos no bajan sino que suben, lo que reduce la valoración que arroja el modelo. Y en casos adicionales, tal vez será determinante el *racionamiento* del capital ajeno, con la consiguiente y eufemística aplicación de “tipos de interés infinitos” a muchos proyectos de compra o de venta de empresas por parte de las instituciones financieras.
- 7) Por tanto, los valores estimados de las empresas en 2009 deben estar siendo muy inferiores a los que surgían de los mismos modelos de valoración en 2006-07. Estas ideas las han percibido muy claramente los aspirantes a compradores.

2. PROFUNDIZACIÓN DE ALGUNOS ASPECTOS EN LOS MODELOS FINANCIEROS DE VALORACIÓN APLICABLES ACTUALMENTE

La aplicación contrastada de modelos de valoración que puedan servir de base a la fijación de un valor, que a su vez sea útil para negociar un precio de la empresa, continuará basándose en el Valor Actualizado de los Flujos Libres de Caja (FLC) futuros estimados.¹

¹ O bien en el Valor Actualizado de los EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization) futuros estimados. Hay autores que reniegan de las valoraciones efectuadas según el segundo de los dos medidores mencionados ahora –por no ser fuente directa de creación de valor- pero lo cierto es que el uso de los EBITDA anuales estimados para ser descontados, es más sencillo conceptualmente y proporciona valores no muy diferentes a los obtenidos mediante descuento de los FLC, si no se prevé un proceso apreciable de crecimiento previsto, a costa de la reinversión obligatoria de la autofinanciación futura, exigible por la expansión de la empresa. Y en ambos casos, EBITDA y FLC, debe deducirse el Valor Actual de las deudas contraídas por los antiguos propietarios de la empresa, hasta

Los valores contables corregidos, sea cual sea el criterio, para hallar una estimación del valor sustancial de la empresa valorada a una fecha concreta, van a continuar calculándose como piedra de toque y contraste con el Valor Actualizado, pero no van a ser la base principal de la valoración, como sí lo fueron en un pasado que ya se nos antoja lejano, excepto para fijar valores mínimos *irrenunciables*. Por ejemplo: una empresa que no se prevé que pierda dinero en un futuro, debería valer –como mínimo y tras la auditoría confirmatoria- el valor de sus activos financieros líquidos o liquidables, menos el valor actual de las deudas, y menos -tal vez- el valor actual de los costes de reestructuración necesarios. Y ello, en el supuesto de que sus activos reales estén totalmente obsoletos y no aporten valor.

Ahora nos queremos referir a algunos aspectos del proceso de valoración financiera a tener muy en cuenta para no cometer errores básicos a la hora de fijar un valor.

2.1. El valor actual de las deudas ha de restarse del valor actualizado de los flujos.

Partiendo de un Balance a la fecha consensuada para hallar la mejor estimación del valor de la empresa, y una vez determinado éste, no debemos olvidar que se tratará de un valor bruto, y por tanto, debe deducírsele el valor actual de las deudas de la empresa a dicha fecha del balance, tras refrendo de auditoría confirmatoria. La inicial aportación intelectual de Modigliani & Miller (1958) y sus sofisticaciones posteriores se realizó en un contexto teórico ideal, pero no debe implicar que la empresa se valore por su valor bruto, es decir, antes de deudas, al menos como paso previo anterior a la determinación de un precio.

A efectos de valoración de empresas, *in abstracto* con las deudas pueden darse tres opciones: a) las asume el propietario antiguo (si no lastran la libre disposición de los bienes por parte del nuevo dueño) b) o las asume quien vaya a ser el nuevo propietario, o c) se pacta una solución híbrida de ambas conductas. En el caso a) el valor ha de ser calculado sin restar el valor de la deuda pues el propietario antiguo las asumirá (y ello siempre que quede absolutamente asegurada dicha asunción). En el caso b) el

la fecha de valoración, para poder hallar la mejor estimación de un Valor Neto empresarial que sirva de base para fijar -o sopesar- ofertas o demandas de precio.

valor ha de ser calculado neto de deudas; y más en concreto, de su valor actualizado a la fecha de valoración.² El caso c) es una combinación de las dos conductas anteriores.

2.2. Hay una interrelación valorativa entre el tipo de flujos a descontar, la tasa de descuento (o tasas) a usar y el horizonte de valoración a tomar en cuenta.

Los modelos que usaron los expertos financieros para valorar empresas o partes de empresa intentaban determinar un goodwill –de forma directa o indirecta- a pagar en exceso sobre el Valor Sustancial o el valor teórico corregido a partir de la información contable. Recordemos los métodos normalmente procedentes de la Economía de la Empresa alemana (Mellerowicz, Schmalenbach y sus variantes) y también el método anglosajón.

Sus características básicas eran:

- a) Descuento de beneficios futuros esperados.
- b) Dicho descuento se efectuaba mediante un operador de renta perpetua. Por tanto -de hecho- se admitían únicamente dos tendencias posibles de los beneficios: constantes anualmente y crecientes a un porcentaje fijo.

Si se deseaba podía mejorarse el modelo descontando los beneficios antes de intereses pero después de impuestos, BAIDT. De este modo al actualizarse dentro de los flujos el valor de los intereses, podía eliminarse -por sustracción posterior- el valor de la deuda a partir del valor bruto, para poder determinar el valor neto de la empresa.

El elemento básico que, en nuestra opinión, ha permitido usar de forma profusa el modelo de renta perpetua en el campo que nos ocupa, ha sido la existencia de tipos de interés elevados, desde los años '50 hasta mediados de los años '90 del siglo pasado.

El uso de un tipo de interés elevado (para entendernos, de dos dígitos) para efectuar el descuento de los flujos era coherente con el modelo del descuento de rentas perpetuas sin excesivo miedo a errores graves en la valoración, puesto que sabido era y es que las rentas estimadas situadas más allá de 15 años del momento de la valoración, prácticamente no aumentaban el valor actual procedente de la actualización de rentas, cuando se usaban tipos de descuento de 12% anual como mínimo, lo cual era frecuente.

² Obsérvese que aquí se plantea un problema con la definición de la tasa de actualización de flujos a usar en el cálculo.

Pero la reducción tendencial de los tipos de interés de 1996 a 2006 provocó que los expertos debieran reconsiderar seriamente el uso del modelo de la renta perpetua en la valoración. Con tipos de interés bajos puede ser muy importante el valor actualizado adicional que aportan las rentas estimadas situadas más allá de los 15 años de la fecha de valoración.

Entendemos que en este nuevo escenario los expertos de la parte compradora prefieran imponer un horizonte limitador a los flujos descontables que está condicionado por el plazo de tiempo que se estima que la empresa valorada va a generar valores que puedan proceder aún, totalmente o de forma parcialmente significativa, de la responsabilidad y la gestión del equipo antiguo. En ausencia de un análisis específico profundo puede estimarse entre 7 a 10 años, dependiendo altamente del sector y de la evolución tecnológica. Pero es obvio que cada sector, empresa y circunstancia serán distintos y aconsejarán tratamientos diferenciados.

En este nuevo contexto de bajadas sistemáticas de tipos de interés, paralelamente se ha ido imponiendo de forma paulatina el modelo de valoración de los Flujos Libres de Caja, preferencia asociada al cada vez mejor y mayor conocimiento de la estructura de los flujos financieros históricos, tanto por parte de quien vende (antes también gozaba de dicha información que podía elaborar a su gusto, pero era considerada como interna) como por parte de quien aspira a comprar (que se beneficia de mayor y mejor información contable actual, que mejorará sensiblemente cuando las empresas lleven publicados durante seis o más años seguidos, los Estados de Flujos de Tesorería). Y si esta información se tenía ya en su versión histórica, lógico pensar que se intentara también prever para el futuro, bien fuese como un ajuste financiero de la cifra anual prevista de beneficio bruto antes de intereses para deducir el flujo de caja libre previsto anual, o bien fuese como un cálculo de flujos libres de caja previstos período a período, obtenidos de forma más directa a partir de cifras de cobros y pagos planificados a largo plazo.

Por tanto, en la actualidad y durante los próximos años sucederá una paradoja global con varios hechos que se reforzarán negativamente castigando en forma significativa el valor de la empresa: la peor situación económica presente y el mayor grado de incertidumbre empequeñecerá el valor anual de la serie de flujos futuros esperados; acortará el horizonte de consideración de flujos; y aumentará

irremediablemente las tasas de descuento de los flujos futuros esperados, flujos menores y con un horizonte con el límite más corto.

El efecto combinado va a ser una reducción del valor mucho más que proporcional a la que se derivaría del acaecimiento de cada uno de los tres fenómenos por separado, como no podría ser de otra manera.

2.3. Efecto “tijeras” o efecto “guillotina”

Hasta ahora solo hemos analizado la posible evolución del Valor Actualizado (bruto) de la empresa. Pero como hay que hallar el Valor Actualizado Neto restando del VAN bruto el valor actualizado de las deudas, todavía se complica más la cuestión. Si recordamos el modelo de punto muerto o de coste-volumen-beneficio, en el que se comparaban los ingresos y los costes totales, observaremos que en el contexto de valoración que nos ocupa, isomórficamente se puede tomar nota de la lección comparando por sustracción valores positivos (valor actual de los flujos previstos positivos) y negativos (valor actual de deudas) en dos momentos consecutivos - suficientemente alejados- de la situación de crisis..

Si el valor positivo baja mucho por el contexto adverso valorativo descrito en la presente situación de crisis, y el valor negativo (deudas) no baja e incluso sube para poder financiar las pérdidas o los frenazos súbitos de actividad con costes fijos a pagar, se entiende perfectamente que el valor descienda -para decirlo en forma gráfica- exponencialmente, *cortado* por los dos filos de la tijera (descenso de valor positivo y aumento de valor negativo).

Es difícil hallar el impacto neto del “efecto tijeras” que se propone. Para empezar, deberíamos comparar las dos series de valoraciones en el mismo momento (por ejemplo, 2009) y con hipótesis diferentes, y nunca confrontar valoraciones calculadas en momentos distintos (por ejemplo, en 2006 y 2009, respectivamente).

Si la valoración de la empresa desciende muy significativamente durante este plazo del ejemplo, por la concatenación desfavorable de la rebaja actualizada de los flujos esperados, la reducción del plazo asociado al horizonte temporal considerado y la(s) tasa(s) de descuento usada(s), lo que no se espera es que baje demasiado es el valor financiero de la deuda. Al contrario: probablemente subirá si las instituciones

financieras lo toleran, que ya es otra cuestión; o al menos tenderá a mantenerse si no se ha amortizado capital o no han vencido plazos..

En resumen: comparar un valor positivo muy empobrecido y reducido por las tres causas anteriormente explicadas, con un valor negativo (valor actual de deuda) que más o menos se mantiene –o aumenta, si en los últimos meses ha sido necesario financiar el mayor nivel de gasto para reestructurarse, o sencillamente, para financiar las pérdidas) es tanto como olvidarse de que en economía las desgracias casi nunca acostumbran a venir solas. Hay demasiada autocorrelación de los diversos hechos y los efectos acumulativos ante situaciones adversas, son deletéreos.

Por tanto, en algunos casos deberemos dejar de denominar este concepto como “efecto tijeras” y pasar a ilustrarlo directamente como “efecto guillotina”. Supongamos que el valor bruto desciende mucho y el valor de las deudas incluso aumenta. El valor neto de la empresa -al menos desde la sincera óptica de un comprador- puede pasar de ser muy positivo a ser a) testimonial, b) valor cero o c) muy negativo (por citar las tres posibilidades abstractas).

3. RECOMENDACIONES GENERALES DE CONDUCTA

Pasamos del terreno de los modelos de valoración al de la realidad pura y dura. En este contexto desfavorable -salvo que no exista de verdad otra opción- es más conveniente para los propietarios de empresas candidatas a ser vendidas, que busquen cualquier alternativa que les permita no vender aún, si les es posible. No es sensato recomendar que *se encastillen*, manteniendo indefinidamente la propiedad de la empresa: podría ser un suicidio económico ante casos irreversibles. Pero sí que tengan mucha paciencia, esperando un mejor momento (el semestre en que se produzca la recuperación económica, por ejemplo) para proceder a la nueva valoración y definitiva enajenación. Evidentemente es muy fácil que dicha recomendación caiga en saco roto, en especial si los posibles vendedores de sus empresas están pasando por graves apuros financieros. Pero no debe olvidarse que la venta de la empresa, aparte de consideraciones patrimoniales, se basa en la valoración de unas expectativas.

Si desea entrar a negociar el vendedor ha de situarse empáticamente *en el lugar de los compradores*: 1) informarse y/o adivinar si éstos manejan otras alternativas claras

de compra que también respondan a sus objetivos; 2) valorar si los compradores ofrecen poco dinero en razón de alguna causa de peso como por ejemplo: I) si en manos de quién está la empresa, ésta vale poco por el desacierto y antigüedad de las políticas seguidas, pero en manos de quien es candidato a comprar puede valer mucho más por las sinergias que cree le reportará; o bien si II) la causa es el intento de comprar a precio *de saldo*, una empresa con sus negociadores en posición muy débil. Y de todo ello sacar consecuencias y conclusiones y elaborar una estrategia.

En el caso I) hay que realizar un diagnóstico serio que sirva para cambiar radicalmente de políticas e intentar reconducir la situación ("¿por qué dejar que se lleven ellos el beneficio haciendo los cambios tras la compra, si sabemos cuáles son necesarios y podríamos abordarlos nosotros?"), si los propietarios se creen aptos para llevar a cabo acertadamente el golpe de timón. En el segundo, el problema no está dentro, sino que viene de fuera. Resistir de forma inteligente, probablemente será ganar.