# METODOS DE VALORACION DE EMPRESAS\*

La valoración de una empresa es un ejercicio de sentido común que requiere unos pocos conocimientos técnicos y mejora con la experiencia. Ambos (sentido común y conocimientos técnicos) son necesarios para no perder de vista: ¿qué se está haciendo?, ¿por qué se está haciendo la valoración de determinada manera? y ¿para qué y para quién se está haciendo la valoración?

Casi todos los errores en valoración se deben a no contestar adecuadamente a alguna de estas preguntas, esto es, a falta de conocimientos o a falta de sentido común (o a la falta de ambos).

Los métodos de valoración se pueden clasificar en seis grupos:

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
|  | **PRINCIPALES METODOS DE VALORACION**  |  |
| **BALANCE**  | **CUENTA DE RESULTADOS**  | **MIXTOS *(GOODWILL*)**  | **DESCUENTO** **DE FLUJOS**  | **CREACION** **DE VALOR**  | **OPCIONES**  |
| Valor contable  | **Múltiplos** de:  | Clásico  | *Free cash flow*  | EVA  | Black y Scholes  |
| Valor contable ajustado  | Beneficio: PER  | Unión de expertos  | Cash flow acciones  | Beneficio económico  | Opción de invertir  |
| Valor de liquidación  | Ventas  | Contables europeos  | *Dividendos*  | *Cash value added*  | Ampliar el proyecto  |
| Valor sustancial  | Ebitda  | Renta abreviada  | *Capital cash flow*  | CFROI  | Aplazar la inversión  |
| Activo neto real  | Otros múltiplos  | Otros  | APV  |   | Usos alternativos  |

En este documento se describen brevemente los cuatro primeros grupos de métodos de valoración: métodos basados en el balance de la empresa (Apartado 2); métodos basados en la cuenta de resultados (Apartado 3); métodos mixtos (Apartado 4), y métodos basados en el descuento de flujos de fondos (Apartado 5)[[1]](#footnote-1):

El Apartado 7 muestra con dos ejemplos reales la valoración de una empresa como suma del valor de sus distintos negocios, lo que se suele llamar *break-up value*. El Apartado 8 muestra los métodos más utilizados por los analistas según el sector al que pertenece la empresa. El Apartado 9 presenta las diferentes opiniones de distintos analistas (expertos en valoración) sobre la cotización de Endesa. El Apartado 10 contiene los factores clave que afectan al valor: crecimiento, rentabilidad, riesgo y tipos de interés. El Apartado 11 presenta las burbujas especulativas, y el Apartado 13 es una lista de los errores más frecuentes en valoraciones.

Los métodos conceptualmente “correctos” (cada vez más utilizados) para empresas con expectativas de continuidad son los basados en el descuento de flujos de fondos (*cash flows*), que consideran a la empresa como un ente generador de flujos de fondos y, por ello, sus acciones y su deuda son valorables como otros activos financieros. El otro método que tiene lógica es el valor de liquidación, cuando se prevé liquidar la empresa. Lógicamente, el valor de las acciones será el mayor entre el valor de liquidación y el valor por descuento de flujos. Comentamos brevemente otros métodos porque –aunque son conceptualmente “incorrectos” y carecen de sentido en la mayoría de los casos– se siguen utilizando con frecuencia.

1.1. Valor y precio. ¿Para qué sirve una valoración?

Según el refranero, “sólo el necio confunde el valor con el precio”.

En general, una empresa tiene distinto valor para diferentes compradores y para el vendedor. El valor no debe confundirse con el precio, que es la cantidad a la que el vendedor y comprador acuerdan realizar una operación de compraventa de una empresa. Esta diferencia en el valor de una empresa concreta se puede explicar mediante múltiples razones. Por ejemplo, una gran empresa extranjera muy avanzada tecnológicamente desea comprar otra empresa nacional, ya conocida, para entrar en nuestro mercado aprovechando el renombre de la marca local. En este caso, el comprador extranjero tan sólo valorará la marca, pero no valorará las instalaciones, maquinaria, etc., ya que él mismo dispone de unos activos más avanzados. Por el contrario, el vendedor sí que valorará muy bien sus recursos materiales, ya que están en situación de continuar produciendo. De acuerdo con el punto de vista del primero, se trata de determinar el valor máximo que debería estar dispuesto a pagar por lo que le aportará la empresa a adquirir; desde el punto de vista del vendedor, se trata de saber cuál será el valor mínimo al que debería aceptar la operación. Estas dos cifras son las que se confrontan en una negociación, en la cual finalmente se acuerda un precio que está generalmente en algún punto intermedio entre ambas[[2]](#footnote-2). Una empresa también puede tener distinto valor para diferentes compradores por diferentes razones: distintas percepciones sobre el futuro del sector y de la empresa, distintas estrategias, economías de escala, economías de complementariedad…

Una valoración sirve para muy distintos propósitos:

|  |
| --- |
| **1. Operaciones de compraventa:** Para el comprador, la valoración le indica el precio máximo a pagar. - para el vendedor, la valoración le indica el precio mínimo por el que debe vender. También le proporciona una estimación de hasta cuánto pueden estar dispuestos a ofrecer distintos compradores.  |
| **2. Valoraciones de empresas cotizadas en bolsa:** Para comparar el valor obtenido con la cotización de la acción en el mercado. * para decidir en qué valores concentrar su cartera: aquellos que le parecen más infravalorados por el mercado.
* la valoración de varias empresas y su evolución sirve para establecer comparaciones entre ellas y adoptar estrategias.
 |
| **3. Salidas a bolsa:** La valoración es el modo de justificar el precio al que se ofrecen las acciones al público. |
| **4. Herencias y testamentos:** La valoración sirve para comparar el valor de las acciones con el de los otros bienes.  |
| **5. Sistemas de remuneración basados en creación de valor:** La valoración de una empresa o una unidad de negocio es fundamental para cuantificar la creación de valor atribuible a los directivos que se evalúa. |
| **6. Identificación y jerarquización de los impulsores de valor (*value drivers*):** Identificar las fuentes de creación y destrucción de valor. |
| **7. Decisiones estratégicas sobre la continuidad de la empresa:** La valoración de una empresa y de sus unidades de negocio es un paso previo a la decisión de: seguir en el negocio, vender, fusionarse, ordeñar, crecer o comprar otras empresas. |
| **8. Planificación estratégica:** Decidir qué productos/líneas de negocio/países/clientes… mantener, potenciar o abandonar.- permite medir el impacto de las posibles políticas y estrategias de la empresa en la creación y destrucción de valor.  |
| **9. Procesos de arbitraje y pleitos:** Requisito a presentar por las partes en disputas sobre precios.- la valoración mejor sustentada suele ser más próxima a la decisión de la corte de arbitraje o del juez (aunque 4 no siempre) .  |

# 2. Métodos basados en el balance (valor patrimonial)

Estos métodos tratan de determinar el valor de la empresa a través de la estimación del valor de su patrimonio. Se trata de métodos tradicionalmente utilizados que consideran que el valor de una empresa radica fundamentalmente en su balance o en sus activos. Proporcionan el valor desde una perspectiva estática que, por tanto, no tiene en cuenta la posible evolución futura de la empresa, el valor temporal del dinero ni otros factores que también le afectan como pueden ser: la situación del sector, problemas de recursos humanos, de organización, contratos, etc., que no se ven reflejados en los estados contables.

Entre estos métodos podemos mencionar los siguientes: valor contable, valor contable ajustado, valor de liquidación y valor sustancial. Sólo el valor de liquidación tiene lógica, porque responde a la siguiente pregunta: ¿cuánto dinero se obtendría por las acciones si se liquidara la empresa?

2.1. Valor contable

El valor contable de las acciones (también llamado valor en libros, patrimonio neto o fondos propios de la empresa) es el valor de los recursos propios que figuran en el balance (capital y reservas). Esta cantidad es también la diferencia entre el activo total y el pasivo exigible.

Supongamos una empresa cuyo balance es el que se refleja en la Tabla 1. El valor contable o valor en libros de las acciones (capital más reservas) es 80 millones de euros. También se puede calcular como la diferencia entre el activo total (160) y el pasivo exigible (40 + 10 + 30), es decir, 80 millones.

Este valor tiene el problema de su propia definición: la contabilidad nos relata una versión de la historia de la empresa (los criterios contables están sujetos a mucha subjetividad), mientras que el valor de las acciones depende de las expectativas. Por ello, prácticamente nunca el valor contable coincide con el valor “de mercado”.El Apartado 2.5 trata sobre la relación entre el valor de mercado y el valor contable.

 **Tabla 1**

Empresa Abascal S.A. Balance oficial y cuenta de resultados (millones de euros)

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| ACTIVO  |   | PASIVO  |   |
| Tesorería 5  |   | Proveedores 40  |
| Deudores 10  |   | Deuda bancaria 10  |
| Inventario 45  |   | Deuda a largo 30  |
| Activos fijos 100  |    | Capital y reservas 80 Total pasivo 160  |
| Total activo 160  |

 |

|  |  |
| --- | --- |
| Ventas  | 300  |
| Coste de ventas  | 136  |
| Gastos generales  | 120  |
| Intereses Beneficio antes de impuestos  | 4  |
| 40  |
| Impuestos (35%) Beneficio neto  | 14  |
| 26  |

 |

## 2.2. Valor contable ajustado o valor del activo neto real

Este método trata de salvar el inconveniente que supone la aplicación de criterios exclusivamente contables en la valoración, pero sólo lo consigue parcialmente.

Cuando los valores de los activos y pasivos se ajustan a su valor de mercado, se obtiene el patrimonio neto ajustado. Continuando con el ejemplo de la Tabla 1, analizamos algunas partidas del balance de forma individual para ajustarlas a su valor de mercado aproximado. Por ejemplo, si consideramos que:

* Los deudores incluyen 2 millones de euros de deuda incobrable, esta partida debería figurar por un valor de 8 millones.
* Los inventarios, después de descontar partidas obsoletas sin valor y de revalorizar las restantes a su valor de mercado, representan un valor de 52 millones de euros.
* Los activos fijos (terrenos, edificios y maquinaria) tienen un valor, según un experto, de 150 millones de euros.
* El valor contable de las deudas a proveedores, bancos y a largo plazo es igual a su valor de mercado.

El balance ajustado sería el que se presenta en la Tabla 2. El valor contable ajustado es 135 millones: activo total (215), menos pasivo exigible (80). En este caso, el valor contable ajustado supera en 55 millones al valor contable.

## Tabla 2

Empresa Abascal S.A. Balance ajustado (millones de euros)

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| ACTIVO Tesorería  | 5  |   | PASIVO  | Proveedores  | 40  |
|  Deudores  | 8  |   |   | Deuda bancaria  | 10  |
|  Inventarios  | 52  |   |   | Deuda a largo  | 30  |
|  Activos fijos  Total activo  | 150  |   |   | Capital y reservas Total pasivo  | 135  |
| 215  | 215  |

### 2.3. Valor de liquidación

Es el valor de una empresa en el caso de que se proceda a su liquidación, es decir, que se vendan sus activos y se cancelen sus deudas. Este valor se calcula deduciendo del patrimonio neto ajustado los gastos de liquidación del negocio (indemnizaciones a empleados, gastos fiscales y otros gastos propios de la liquidación).

A partir del ejemplo de la Tabla 2, si los gastos de indemnización a empleados y todos los demás gastos asociados a la liquidación de la empresa Abascal S.A. fuesen 60 millones, el valor de liquidación de las acciones sería 75 millones (135-60).

Lógicamente, la utilidad de este método está restringida a una situación muy concreta, como es la compra de la empresa con el fin de liquidarla posteriormente. Pero siempre representa el valor mínimo de la empresa, ya que normalmente el valor de una empresa suponiendo su continuidad es superior a su valor de liquidación.

### 2.4. Valor sustancial

El valor sustancial representa la inversión que debería efectuarse para constituir una empresa en idénticas condiciones a la que se está valorando. También puede definirse como el valor de reposición de los activos, bajo el supuesto de continuidad de la empresa, por oposición al valor de liquidación. Normalmente no se incluyen en el valor sustancial aquellos bienes que no sirven para la explotación (terrenos no utilizados, participaciones en otras empresas, etc.).

Se suelen distinguir tres clases de valor sustancial:

* Valor sustancial bruto: es el valor del activo a precio de mercado (en el ejemplo de la Tabla 2: 215).
* Valor sustancial neto o activo neto corregido: es el valor sustancial bruto menos el pasivo exigible. También se conoce como patrimonio neto ajustado, que hemos visto en el Apartado anterior (en el ejemplo de la Tabla 2: 135).
* Valor sustancial bruto reducido: es el valor sustancial bruto reducido sólo por el valor de la deuda sin coste (en el ejemplo de la Tabla 2: 175 = 215 - 40). Los 40 millones que se restan corresponden a los proveedores.

### 2.5. Valor contable y valor de mercado

En general, el valor contable de las acciones tiene poco que ver con el valor de mercado. Este hecho puede observarse en la Tabla 3, que muestra el cociente cotización/valor contable (P/VC) de varias empresas españolas y de algunas bolsas internacionales en septiembre de 1992 y en agosto de 2003.

## Tabla 3

Valor de mercado/valor contable, PER y dividendo/cotización de varias empresas españolas y de bolsas de distintas naciones

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
|  | **Septiembre de 1992**  |         | **Agosto de 2003**  |
| **P/VC**  | **PER**  | **Div/P**  | **P/VC**  | **PER**  | **Div./P**  |
| BBV/BBVA  | 1,0  | 5,0  | 7,9%  | 2,3  | 18,1  | 3,6%  |
| Bankinter  | 0,8  | 4,8  | 6,0%  | 2,6  | 19,9  | 3,0%  |
| Popular  | 1,5  | 5,3  | 7,3%  | 2,9  | 13,5  | 3,7%  |
| Santander  | 1,3  | 5,0  | 6,9%  | 1,5  | 13,5  | 3,7%  |
| Endesa  | 1,4  | 7,2  | 4,3%  | 1,7  | 11,8  | 4,8%  |
| Gas Natural  | 2,0  | 22,6  | 1,6%  | 1,8  | 13,7  | 2,4%  |
| Iberdrola  | 0,6  | 7,2  | 10,7%  | 1,7  | 13,7  | 3,9%  |
| Repsol  | 1,5  | 9,5  | 4,4%  | 1,4  | 10,3  | 3,4%  |
| Telefónica  | 0,7  | 10,3  | 5,9%  | 3,2  | 19,5  | 1,3%  |
| Unión Fenosa  | 0,4  | 7,4  | 12,4%  | 1,4  | 12,2  | 3,6%  |
| Promedio  | 1,1  | 8,4  | 6,7%  | 2,1  | 14,6  | 3,3%  |

 **Medias nacionales:**

|  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Australia  | 1,3  | 23,7  | 4,2%  |         | 2,0  | 18,6  | 3,8%  |
| Canadá  | 1,4  | 57,1  | 3,2%  | 2,0  | 20,4  | 1,8%  |
| Francia  | 1,4  | 14,0  | 3,7%  | 2,1  | 58,5  | 3,2%  |
| Alemania  | 1,6  | 13,9  | 4,1%  | 1,4  | 36,9  | 2,3%  |
| Italia  | 0,8  | 16,2  | 4,1%  | 1,9  | 32,7  | 3,7%  |
| Japón  | 1,8  | 36,2  | 1,0%  | 1,6  | 94,0  | 1,0%  |
| España  | 0,9  | 7,5  | 6,3%  | 2,2  | 15,3  | 2,5%  |
| Reino Unido  | 1,9  | 16,3  | 5,2%  | 2,0  | 16,1  | 3,6%  |
| Estados Unidos  | 2,3  | 23,3  | 3,1%  | 2,9  | 21,1  | 1,7%  |
| Promedio  | 1,5  | 23,1  | 3,9%  | 2,0  | 34,8  | 2,6%  |

Fuente: Morgan Stanley Capital International Perspective.

P/VC es la cotización de la acción (P) dividida entre su valor contable (VC). PER es la cotización de la acción dividida entre el beneficio por acción. Div/P es el dividendo por acción dividido entre la cotización. Otras magnitudes fueron:

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
|  |  | **Tipos de interés 10 años**  |  |
| **IBEX 35**  | **España**  | **Estados Unidos**  | **Inflación España**  |
| Septiembre de 1992  | 2.032  | **13,1%**  | 6,4%  | 5,8%  |
| Agosto de 2003  | 7.111  |  **4,2%**  | 4,4%  | 3,4%  |

# 3. Métodos basados en la cuenta de resultados

A diferencia de los anteriores, estos métodos se basan en la cuenta de resultados de la empresa. Tratan de determinar el valor de la empresa a través de la magnitud de los beneficios, de las ventas o de otro indicador. Así, por ejemplo, es frecuente hacer valoraciones rápidas de empresas cementeras multiplicando su capacidad productiva anual (o sus ventas) en toneladas por un coeficiente (múltiplo). También es frecuente valorar estacionamientos de automóviles multiplicando el número de plazas por un múltiplo y valorar empresas de seguros multiplicando el volumen anual de primas por un múltiplo. En esta categoría se incluyen los métodos basados en el PER: según este método, el precio de la acción es un múltiplo del beneficio.

## 3.1. Valor de los beneficios. PER[[3]](#footnote-3)

Según este método, el valor de las acciones se obtiene multiplicando el beneficio neto anual por un coeficiente denominado PER (iniciales de *price earnings ratio*), es decir:

Valor de las acciones = PER x beneficio

La Tabla 3 muestra el PER de varias empresas españolas y el PER medio de bolsas de distintas naciones en septiembre de 1992 y en agosto de 2003. En agosto de 2003, los PER de las empresas españolas variaban entre el 10,3 de Repsol y el 19,9 de Bankinter.

En ocasiones se utiliza también el PER relativo, que no es más que el PER de la empresa dividido entre el PER del país.

En Fernández (2004)[[4]](#footnote-4) se analiza el PER en detalle y se muestra la relación existente entre el PER (la ratio más utilizada en valoración, especialmente para las empresas que cotizan en bolsa), la rentabilidad exigida por los accionistas y el crecimiento medio estimado para el *cash flow* generado por la empresa. Esta sencilla relación permite en muchas ocasiones realizar juicios rápidos sobre la sobrevaloración o infravaloración de empresas.

### 3.2. Valor de los dividendos

Los dividendos son los pagos periódicos a los accionistas y constituyen, en la mayoría de los casos, el único flujo periódico que reciben las acciones[[5]](#footnote-5).

Según este método, el valor de una acción es el valor actual de los dividendos que esperamos obtener de ella. Para el caso de perpetuidad, esto es, una empresa de la que se esperan dividendos constantes todos los años, este valor puede expresarse así:

Valor de la acción = DPA / Ke

siendo: DPA = dividendo por acción repartido por la empresa Ke = rentabilidad exigida a las acciones

La rentabilidad exigida a las acciones, también llamada coste de los recursos propios, es la rentabilidad que esperan obtener los accionistas para sentirse suficientemente remunerados. Se obtiene sumando a la rentabilidad de los bonos del Estado a largo plazo la prima de riesgo de la empresa.

Si se espera que el dividendo crezca indefinidamente a un ritmo anual constante g, la fórmula anterior se convierte en la siguiente[[6]](#footnote-6):

 Valor de la acción = DPA1 / (Ke - g)

siendo DPA1 los dividendos por acción del próximo año

La evidencia empírica muestra que las empresas que pagan más dividendos (como porcentaje de sus beneficios) no obtienen como consecuencia de ello un crecimiento en la cotización de sus acciones. Esto se debe a que cuando una empresa reparte más dividendos, normalmente reduce su crecimiento, porque distribuye el dinero a sus accionistas en lugar de utilizarlo en nuevas inversiones.

La Tabla 3 muestra la relación dividendo/cotización (rentabilidad por dividendos) de varias empresas españolas y de varias bolsas mundiales en septiembre de 1992 y en agosto de 2003. Como se puede apreciar, en agosto de 2003 la rentabilidad por dividendos de las empresas españolas oscilaba entre el 1,3% de Telefónica y el 4,8% de Endesa. Japón era el país con menor rentabilidad por dividendos (1%), y España tenía una rentabilidad por dividendos del 2,5%, muy por debajo de la que tuvo en 1992, que fue del 6,2%. Este descenso de la rentabilidad por dividendos se puede observar también en el resto de los países y se debió fundamentalmente al descenso de los tipos de interés y el consiguiente aumento de las cotizacione

3.3. Múltiplo de las ventas

Este método de valoración, empleado en algunos sectores con cierta frecuencia, consiste en calcular el valor de una empresa multiplicando sus ventas por un número. Por ejemplo, una oficina de farmacia se valora con frecuencia multiplicando sus ventas anuales (en euros) por dos o por otro número, según la coyuntura del mercado. También es habitual valorar una planta embotelladora de refrescos multiplicando sus ventas anuales en litros por 500 o por otro número, según la coyuntura del mercado.

Para analizar la consistencia de este método, Smith Barney llevó a cabo un análisis de la relación entre la ratio precio/ventas y la rentabilidad de la acción. El estudio se realizó con empresas grandes (capitalización superior a 150 millones de dólares) de 22 países. Dividió las empresas en cinco grupos según su ratio precio/ventas: el grupo 1 era el formado por las empresas con menor ratio, y el grupo 5 era el formado por las empresas con mayor ratio precio/ventas. La rentabilidad media de cada grupo de empresas se adjunta en Tabla 4:

**Tabla 4**

Relación entre la rentabilidad y la ratio precio/ventas

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | **Grupo 1**  | **Grupo 2**  | **Grupo 3**  | **Grupo 4**  | **Grupo 5**  |
| Diciembre de 1984-diciembre de 1989  | 38,2%  | 36,3%  | 33,8%  | 23,8%  | 12,3%  |
| Diciembre de 1989-septiembre de 1997  | 10,3%  | 12,4%  | 14,3%  | 12,2%  | 9,5%  |

Fuente: Smith Barney.

Puede apreciarse que en el período diciembre de 1984-diciembre de 1989, las acciones de las empresas con menor ratio precio/ventas en diciembre de 1984 fueron en media más rentables que las de aquellas que tenían una ratio mayor. Pero esto no fue cierto en el período diciembre de 1989-septiembre de 1997: no hubo ninguna relación entre la ratio precio/ventas de diciembre de 1989 y la rentabilidad de las acciones durante esos años.

La Tabla 5 muestra la misma relación para 56 empresas españolas: no existe relación en ninguno de los tres períodos analizados.

**Tabla 5**

Relación entre la rentabilidad y la ratio precio/ventas en la bolsa española

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | **Grupo 1**  | **Grupo 2**  | **Grupo 3**  | **Grupo 4**  | **Grupo 5**  |
| **1990-2002**  | 24%  | 14%  | 17%  | 16%  | 18%  |
| **1990-1996**  | 33%  | 9%  | 16%  | 14%  | 13%  |
| **1997-2002**  | 12%  | 21%  | 17%  | 19%  | 23%  |

Fuente: Elaboración propia.

La ratio precio/ventas se puede descomponer en otras dos:

Precio/ventas = (precio/beneficio) x (beneficio/ventas)

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

### 3.4. Otros múltiplos

Además del PER y la ratio precio/ventas, algunos de los múltiplos que se utilizan con frecuencia son:

* Valor de la empresa/beneficio antes de intereses e impuestos (BAIT)[[7]](#footnote-7).
* Valor de la empresa/beneficio antes de amortización, intereses e impuestos (EBITDA)[[8]](#footnote-8).
* Valor de la empresa/*cash flow* operativo.
* Valor de las acciones/valor contable.

Es evidente que para valorar una empresa utilizando los múltiplos, es preciso utilizar múltiplos de empresas comparables[[9]](#footnote-9).

Ejemplo. Utilización del método de los múltiplos para valorar Superdiplo, una empresa de distribución del sector de la alimentación que comenzó a cotizar en la bolsa española en abril de 1998. Superdiplo operaba en Canarias, en el sur de España y en Madrid. De 1995 a 1998 se convirtió en el séptimo distribuidor de alimentación por tamaño en España, el segundo en supermercados (tras Mercadona) y el líder en las Islas Canarias. Superdiplo era predominantemente un distribuidor de alimentación, ya que sus ventas de no alimentación representaron en 1997 tan sólo un 6% del total. En febrero de 1998, la cadena contaba con 166 establecimientos con cinco conceptos distintos: hipermercados, supermercados, locales de descuento, *cash & carry* y tiendas para turistas. Cada concepto operaba con una marca distinta.

Superdiplo era una empresa con gran crecimiento. Las ventas de 1997 fueron de 552,3 millones de euros, y las esperadas para 1998 eran de 900,3 millones. Análogamente, el beneficio de 1997 fue 20,18 millones, y el esperado para 1998 era 34,3 millones. Además, disfrutaba de una baja tasa impositiva gracias al régimen fiscal de las Islas Canarias.

Cuatro empresas que operaban en la Península Ibérica (Modelo Continente, Jerónimo Martins, Pryca y Continente) fueron consideradas como las más comparables. Los datos que se utilizaron fueron los disponibles el 20 de abril de 1998.

La Tabla 6 muestra la valoración de las acciones de Superdiplo utilizando múltiplos. Es interesante destacar la gran variación en la valoración de las acciones según el múltiplo y la empresa que se tome como referencia. El precio de salida a bolsa del 30 de abril de 1998 fue 18,84 euros/acción, equivalente a un valor total de las acciones de 960,9 millones de euros. Este valor fue muy cercano a la media de todas las valoraciones, pero lejano de las valoraciones individuales.

## Tabla 6

Valoración de Superdiplo a partir de múltiplos

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
|

|  |
| --- |
| **Múltiplos de cada empresa**  |

 |

|  |
| --- |
| **Valoración de las acciones (millones de euros) de Superdiplo utilizando ratios de:**  |

 |

  **Modelo Jerónimo Pryca Continente Modelo Jerónimo Pryca Continente *Media***

P/Ventas 1997 1,90 2,70 1,00 0,70 1.049 1.491 552 387 870

P/Ventas 1998E 1,60 1,90 1,00 0,60 1.441 1.711 900 540 1.148

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| P/BAAIT 1997  | 24,80  | 28,20  | 12,00  |  13,90  | 854  | 971  | 413  | 479  | 679  |
| P/BAAIT 198E  | 20,10  | 21,50  | 11,40  |  12,90  | 978  | 1.046  | 555  | 628  | 802  |
| P/BAIT 1997  | 29,80  | 42,00  | 20,50  |  27,90  | 810  | 1.141  | 557  | 758  | 816  |
| P/BAIT 1998E  | 24,90  | 30,80  | 19,30  |  27,90  | 924  | 1.143  | 716  | 1.035  | 955  |
| PER 1997  | 44,90  | 54,50  | 27,80  |  36,70  | 906  | 1.100  | 561  | 741  | 827  |
| PER 1998E  | 37,60  | 38,40  | 27,70  |  35,50  | 1.289  | 1.317  | 950  | 1.217  | 1.193  |
| P/CF 1997  | 33,90  | 36,90  | 14,40  |  17,70  | 932  | 1.014  | 396  | 487  | 707  |
| P/CF19 98E  | 26,90  | 27,00  | 14,20  |  15,80  | 1.234  | 1.238  | 651  | 725  | 962  |
| P/Valor contable 1998E  | 7,00  | 7,83  | 3,55  |  3,98  | 1.459  | 1.632  | 740  | 830  | 1.165  |
|   |   |   |  | Media  | 1.080  | 1.255  | 636  | 711  | 920  |

### 3.5. Múltiplos utilizados para valorar empresas de Internet

Fernández (2004)[[10]](#footnote-10) muestra que los múltiplos más utilizados para valorar empresas de Internet son:precio/ventas, precio/suscriptor, precio/páginas visitadas y precio/habitante.

Un ejemplo. En marzo de 2000, un banco francés publicó su valoración de Terra basada en la ratio precio/ventas de empresas comparables:

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|   | Freeserve  | Tiscali  | Freenet.de  | Infosources  | **Media**  |
| Precio/ventas  | 110,4  | 55,6  | 109,1  | 21,0  | **74,0**  |

Aplicando la ratio media (74) a las ventas previstas para Terra en 2001 (310 millones de euros), el banco francés estimó el valor de las acciones de Terra en 19.105 millones de euros (68,2 euros por acción).

# 4. Métodos mixtos, basados en el fondo de comercio o goodwill[[11]](#footnote-11)

El fondo de comercio es, en general, el valor que tiene la empresa por encima de su valor contable o por encima del valor contable ajustado. El fondo de comercio pretende representar el valor de los elementos inmateriales de la empresa, que muchas veces no aparece reflejado en el balance pero que, sin embargo, aporta una ventaja respecto a otras empresas del sector (calidad de la cartera de clientes, liderazgo sectorial, marcas, alianzas estratégicas, etc.) y es, por tanto, un valor a añadir al activo neto si se quiere efectuar una valoración correcta. El problema surge al tratar de determinar su valor, ya que no existe unanimidad metodológica para su cálculo. Algunas formas de valoración del fondo de comercio dan lugar a los diversos procedimientos de valoración que se describen en este apartado.

Estos métodos parten de un punto de vista mixto: por un lado, realizan una valoración estática de los activos de la empresa y, por otro, añaden cierta dinamicidad a dicha valoración porque tratan de cuantificar el valor que generará la empresa en el futuro. A grandes rasgos, 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: comienzan con la valoración de los activos de la empresa y luego le suman una cantidad relacionada con los beneficios futuros.

En el Cuadro 1 podemos observar que el valor de la empresa es igual al valor de su activo neto (que en el cuadro lo denominamos A) más el valor del fondo de comercio, que según el método que se utilice se calcula de distinta manera:

## Cuadro 1

|  |  |
| --- | --- |
|   | **Valor de la empresa**  |
| Método de valoración "clásico"  | **V = A + (n x B)** para empresas industriales, o **V = A + (z x F)** para el comercio minorista A = valor del activo neto; n = coeficiente comprendido entre 1,5 y 3; F = facturación B = beneficio neto; z = porcentaje de la cifra de ventas.  |
| Método simplificado de la "renta abreviada del *goodwill*" o método de la UEC simplificado  | **V = A + an (B - iA)** A = activo neto corregido; an = valor actual, a un tipo t, de n anualidades unitarias, con n entre 5 y 8 años; B = beneficio neto del último año o el previsto para el año próximo;i = rentabilidad de una inversión alternativa. an (B - iA) = fondo de comercio o *goodwill.* (B - iA) se suele denominar *¡superbeneficio!* |
| Método de la Unión de Expertos Contables 16Europeos (UEC)  | Si se despeja V = A + an (B - iV), se obtiene: **V = [A+(anxB)] / (1+i an)**  |
| Método indirecto o método "de los prácticos"  | **V = (A+B/i)/2** que también puede expresarse como **V=A+(B-iA)/2i** i suele ser el tipo de interés de los títulos de renta fija del Estado a largo plazo. B es muchas veces el beneficio medio de los últimos tres años. Tiene muchas variantes, que resultan de ponderar de manera distinta el valor sustancial y el valor de capitalización de los beneficios.  |
| Método anglosajón o método directo  | **V = A + (B - iA) / tm** La tasa tm es la tasa de interés de los títulos de renta fija multiplicada por un coeficiente comprendido entre 1,25 y 1,5 para tener en cuenta el riesgo.  |
| Método de compra de resultados anuales  | **V = A + m (B - iA)** El número de años (m) que se suele utilizar es entre 3 y 5. El tipo de interés (i) es el tipo de interés a largo plazo. |
| Método de la tasa con riesgo y de la tasa sin riesgo  | **V = A+(B-iV)/t** despejando **V = (A+B/t) / (1+i/t)** i es la tasa de una colocación alternativa sin riesgo; t es la tasa con riesgo que sirve para actualizar el superbeneficio y es igual a la tasa i aumentada con un coeficiente de riesgo. La fórmula es una derivación del método de la UEC cuando el número de años tiende a infinito.  |

# 5. Métodos basados en el descuento de flujos de fondos (cash flows)

Tratan de determinar el valor de la empresa a través de la estimación de los flujos de dinero –*cash flows*– que generará en el futuro, para luego descontarlos a una tasa apropiada según el riesgo de dichos flujos.

Los métodos mixtos descritos han sido muy utilizados en el pasado. Sin embargo, cada vez se emplean menos y se puede decir que en la actualidad, en general, se recurre a la utilización del método del descuento de los flujos de fondos porque constituye el único método de valoración conceptualmente correcto. En estos métodos se considera a la empresa como un ente generador de flujos de fondos, y para obtener el valor de la empresa se calcula el valor actual de dichos flujos utilizando una tasa de descuento apropiada. El valor de las acciones de una empresa –suponiendo su continuidad– proviene de su capacidad para generar dinero (flujos) para los propietarios de las acciones. Por consiguiente, el método más apropiado para valorar una empresa es descontar los flujos de fondos futuros esperados.

Los métodos de descuento de flujos se basan en el pronóstico detallado y cuidadoso, para cada período, de cada una de las partidas financieras vinculadas a la generación de los *cash flows* correspondientes a las operaciones de la empresa, como por ejemplo, el cobro de ventas, los pagos de mano de obra, de materias primas, administrativos, de ventas, etc., y la devolución de créditos, entre otros. Por consiguiente, el enfoque conceptual es similar al del presupuesto de tesorería.

En la valoración basada en el descuento de flujos se determina una tasa de descuento adecuada para cada tipo de flujo de fondos. La determinación de la tasa de descuento es uno de los puntos más importantes. Se realiza teniendo en cuenta el riesgo, las volatilidades históricas y, en la práctica, muchas veces el tipo de descuento mínimo lo marcan los interesados, (compradores o vendedores no dispuestos a invertir o a vender por menos de una determinada rentabilidad, etc.).

## 5.1. Método general para el descuento de flujos

Los distintos métodos basados en el descuento de flujos de fondos parten de la expresión:

CF1 + CF2 + CF3 + + CFn + VRn V = ... 1+K (1+ K)2 (1+ K)3 (1+ K)n

siendo: CFi = flujo de fondos generado por la empresa en el período i; VRn = valor residual de la empresa en el año n; K = tasa de descuento apropiada para el riesgo de los flujos de fondos.

Aunque a simple vista pueda parecer que la fórmula anterior está considerando una duración temporal de los flujos, esto no es necesariamente así, ya que el valor residual de la empresa en el año n (VRn) se puede calcular descontando los flujos futuros a partir de ese período.

Un procedimiento simplificado para considerar una duración indefinida de los flujos futuros a partir del año n es suponer una tasa de crecimiento constante (g) de los flujos a partir de ese período, y obtener el valor residual en el año n aplicando la fórmula simplificada de descuento de flujos indefinidos con crecimiento constante: VRn = CFn (1+g) / (k-g).

A pesar de que los flujos pueden tener una duración indefinida, puede ser admisible despreciar su valor a partir de un determinado período, dado que su valor actual es menor cuanto más lejano es el horizonte temporal. Por otro lado, la ventaja competitiva de muchos negocios tiende a desaparecer al cabo de unos años.

## 5.2. Determinación del *cash flow* adecuado para descontar y balance financiero de la empresa

Antes de desarrollar los diferentes métodos de valoración basados en el descuento de flujos de fondos, es necesario definir los distintos tipos de flujos de fondos que pueden considerarse para la valoración.

Para entender cuáles son los *cash flows* básicos que se pueden considerar en una valoración, en el Cuadro 2 se representa un esquema de las distintas corrientes de fondos que genera una empresa y las tasas de descuento apropiadas para cada flujo. Existen tres flujos de fondos básicos: el flujo de fondos libre, el flujo de fondos para los accionistas y el flujo de fondos para los proveedores de deuda.

## Cuadro 2

 **FLUJO DE FONDOS TASA DE DESCUENTO APROPIADA**

|  |  |
| --- | --- |
| **CFac**. Flujo de fondos para los accionistas  | **Ke**. Rentabilidad exigida a las acciones  |
| **CFd**. Flujo de fondos para la deuda  | **Kd**. Rentabilidad exigida a la deuda  |
| **FCF**. Flujo de fondos libre (*free cash flow*)  | **WACC**. Coste ponderado de los recursos (deuda y acciones)  |
| **CCF**. *Capital* *cash flow*  | **WACC** antes de impuestos  |

El más sencillo de comprender es el flujo de fondos para la deuda, que es la suma de los intereses que corresponde pagar por la deuda más las devoluciones de principal. Con el objeto de determinar el valor de mercado actual de la deuda existente, este flujo debe descontarse a la tasa de rentabilidad exigida a la deuda (coste de la deuda). En muchos casos, el valor de mercado de la deuda será equivalente a su valor contable, de ahí que muchas veces se tome su valor contable (o valor en libros) como una aproximación suficientemente buena y rápida al valor de mercado[[12]](#footnote-12).

El flujo de fondos libre(FCF) permite obtener directamente el valor total de la empresa[[13]](#footnote-13) (deuda y acciones: D + E). El flujo de fondos para los accionistas (CFac) permite obtener el valor de las acciones, que unido al valor de la deuda, permitirá también establecer el valor total de la empresa. Las tasas de descuento que deben utilizarse para el FCF y el CFac se detallan y explican en los apartados siguientes.

La Figura 4 muestra simplificadamente la diferencia entre el balance contable (completo) de la empresa y el balance financiero. Cuando nos referimos al activo de la empresa (financiero), no estamos hablando del activo en su totalidad, sino del activo total menos la financiación espontánea (en general, proveedores, acreedores...). Dicho de otra forma, el activo de la empresa (financiero) se compone de los activos fijos netos más las necesidades operativas de fondos[[14]](#footnote-14). El pasivo (financiero) de la empresa está formado por los recursos propios (las acciones) y la deuda (en general, deuda

financiera a corto y largo plazo)[[15]](#footnote-15). El término “valor de la empresa” designa habitualmente a la suma del valor de la deuda más el valor de los recursos propios (acciones).

## Figura 4

Balance contable y balance financiero de una empresa

 **BALANCE COMPLETO** **BALANCE FINANCIERO**

**Activo**

**Pasivo**

**Activo**

**Pasivo**

Tesorería

Proveedores

Deudores

Provisiones…

Deuda financiera

a corto plazo

Necesidades

Deuda

NOF

Deuda financiera

operativas

a largo plazo

Inventarios

de fondos

Activos

Recursos

Recursos

Activos

fijos

propios

fijos

propios

netos

netos

 **NOF** = Tesorería + Deudores + Inventarios - Proveedores - Provisiones…

*5.2.1. El “free cash flow”*

El *free cash flow* (FCF), también llamado flujo de fondos libre, es el flujo de fondos operativo, esto es, el flujo de fondos generado por las operaciones, sin tener en cuenta el endeudamiento (deuda financiera), después de impuestos. Es el dinero que quedaría disponible en la empresa después de haber cubierto las necesidades de reinversión en activos fijos y en necesidades operativas de fondos, suponiendo que no existe deuda y que, por tanto, no hay cargas financieras.

Para calcular los flujos de fondos libres futuros se debe hacer una previsión del dinero que recibiremos y que deberemos pagar en cada uno de los períodos, es decir, que se trata básicamente del enfoque usado para realizar un presupuesto de tesorería. Sin embargo, para valoración de empresas esta tarea exige prever flujos de fondos a mayor distancia en el tiempo que la que habitualmente se realiza en cualquier presupuesto de tesorería.

La contabilidad no puede proveernos directamente dichos datos porque, por una parte, utiliza el enfoque de lo devengado y, por otra, asigna sus ingresos, costes y gastos basándose en criterios que no dejan de ser arbitrarios. Estas dos características de la contabilidad distorsionan la percepción del enfoque relevante a la hora de calcular flujos de fondos, que debe ser el enfoque de “caja”, es decir, dinero efectivamente recibido o entregado (cobros y pagos). Sin embargo, ajustando la contabilidad según esta última perspectiva, se puede calcular el flujo de fondos que nos interese.

A continuación trataremos de identificar los componentes básicos de un flujo libre de fondos en el ejemplo de la empresa Rahnema, S.A. La información de la cuenta de resultados que se presenta en la Tabla 7, deberá ser ajustada para obtener el *free cash flow* de cada período.

**Tabla 7**

Cuenta de resultados de Rahnema, S.A.

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
|   | **2001**  | **2002**  | **2003**  |
| **Ventas**  | **1.000**  | **1.100**  | **1.200**  |
|  -Coste de mercancías vendidas  | -550  | -610  | -660  |
|  -Gastos generales  | -200  | -220  | -240  |
|  -Amortización  | -100  | -110  | -120  |
| **Beneficio antes de intereses e impuestos (BAIT)**  | **150**  | **160**  | **180**  |
|  -Pagos de intereses  | -50  | -60  | -60  |
| **Beneficio antes de impuestos (BAT)**  | **100**  | **100**  | **120**  |
|  -Impuestos (30%)  | -30  | -30  | -36  |
| **Beneficio neto (BDT)**  | **70**  | **70**  | **84**  |
|  -Dividendos  | -50  | -55  | -60  |
| **Beneficios retenidos**  | **20**  | **15**  | **24**  |

La Tabla 8 muestra la obtención del *free cash flow* a partir del beneficio antes de intereses e impuestos (BAIT). Los impuestos se deben calcular sobre el BAIT directamente: así obtenemos el beneficio neto sin tener en cuenta los intereses, al cual debemos añadirle las amortizaciones del período porque no representan un pago, sino que constituyen solamente un apunte contable. Además, debemos considerar los importes de dinero que habrá que destinar a nuevas inversiones en activos fijos y a nuevas necesidades operativas de fondos (NOF), ya que dichas sumas deben ser restadas para calcular el *free cash flow.* **Tabla 8**

Flujo de fondos libre *(free cash flow)* de Rahnema, S.A.

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
|   | **2001**  | **2002**  | **2003**  |
| **Beneficio antes de intereses e impuestos (BAIT)**  | **150**  | **160**  | **180**  |
|  -Impuestos sobre el BAIT (30%)  | -45  | -48  | -54  |
| **Beneficio neto de la empresa sin deuda**  | **105**  | **112**  | **126**  |
|  +Amortización  | 100  | 110  | 120  |
|  -Incremento de activos fijos  | -60  | -66  | -72  |
|  -Incremento de NOF  | -10  | -11  | -12  |
| ***Free cash flow***  | **135**  | **145**  | **162**  |

La obtención del *free cash flow* supone prescindir de la financiación de la empresa, para centrarnos en el rendimiento económico de los activos de la empresa después de impuestos, visto desde una perspectiva de empresa en marcha y teniendo en cuenta en cada período las inversiones necesarias para la continuidad del negocio. Es importante destacar que en el caso de que la empresa no tuviera deuda, el flujo de fondos libre sería idéntico al flujo de fondos para los accionistas, que es otra de las variantes de los *cash flows* que se utilizan para valoraciones y que se analizará a continuación.

*5.2.2. El “cash flow” disponible para las acciones*

El flujo de fondos disponible para las acciones (CFac) se calcula restando al flujo de fondos libre los pagos de principal e intereses (después de impuestos) que se realizan en cada período a los poseedores de la deuda, y sumando las aportaciones de nueva deuda. Es, en definitiva, el flujo de fondos que queda disponible en la empresa después de haber cubierto las necesidades de reinversión en activos fijos y en NOF, y de haber abonado las cargas financieras y devuelto el principal de la deuda que corresponda (en el caso de que exista deuda). Se puede representar lo anterior de la siguiente forma:

CFac = FCF - [intereses pagados x (1- T)] - pagos principal + nueva deuda

Al realizar proyecciones, los dividendos y pagos a accionistas esperados deben coincidir con los flujos de fondos disponibles para los accionistas. Este *cash flow* supone la existencia de una determinada estructura de financiación en cada período, por la cual se abonan los intereses de las deudas existentes, se pagan los vencimientos de principal que correspondan y se reciben los fondos provenientes de nueva deuda, quedando finalmente un remanente que es el dinero que queda disponible para los accionistas y que se destinará a dividendos o a recompra de acciones.

Al actualizar el flujo de fondos para los accionistas estamos valorando las acciones de la empresa (E), por lo cual la tasa de descuento apropiada será la rentabilidad exigida por los accionistas (Ke). Para hallar el valor de la empresa en su conjunto (D + E), es preciso sumar al valor de las acciones (E), el valor de la deuda existente (D).

*5.2.3. “Capital cash flow”*

Se denomina CCF (*capital cash flow*) a la suma del *cash flow* para los poseedores de deuda más el *cash flow* para las acciones. El *cash flow* para los poseedores de deuda se compone de la suma de los intereses más la devolución del principal. Por tanto:

**CCF = CFac + CFd = CFac + I -** ∆**D I = D·Kd** Es importante no confundir el *capital cash flow* con el *free cash flow*[[16]](#footnote-16).

### 5.3. Cálculo del valor de la empresa a través del *free cash flow*

Para calcular el valor de la empresa mediante este método, se realiza el descuento (la actualización) de los *free cash flows* utilizando el coste promedio ponderado de deuda y acciones o coste promedio ponderado de los recursos (WACC)[[17]](#footnote-17):

 E + D = valor actual [FCF; WACC],donde WACC = E Ke + D Kd (1-T)

E + D

siendo: D = valor de mercado de la deuda. E = valor de mercado de las acciones

 Kd = coste de la deuda antes de impuestos = rentabilidad exigida a la deuda. T = tasa impositiva

 Ke = rentabilidad exigida a las acciones, que refleja el riesgo de las mismas

El WACC se calcula ponderando el coste de la deuda (Kd) y el coste de las acciones (Ke), en función de la estructura financiera de la empresa. Esta es la tasa relevante para este caso, ya que como estamos valorando la empresa en su conjunto (deuda más acciones), se debe considerar la rentabilidad exigida a la deuda y a las acciones en la proporción que financian la empresa.

### 5.4. Cálculo del valor de la empresa como el valor sin apalancamiento más el valor de los ahorros fiscales debidos a la deuda

En este método[[18]](#footnote-18), el cálculo del valor de la empresa se realiza sumando dos valores: por una parte, el valor de la empresa suponiendo que la empresa no tiene deuda y, por otra, el valor de los ahorros fiscales que se obtienen por el hecho de que la empresa se esté financiando con deuda.

El valor de la empresa sin deuda se obtiene mediante el descuento del *cash flow* libre, utilizando la tasa de rentabilidad exigida por los accionistas para la empresa bajo el supuesto de considerarla como si no tuviera deuda. Esta tasa (Ku) es conocida como *tasa unlevered* (no apalancada) y es menor que la rentabilidad que exigirían los accionistas en el caso de que la empresa tuviera deuda en su estructura de capital, ya que en ese caso los accionistas soportarían el riesgo financiero que supone la existencia de la deuda y requerirían una prima de riesgo adicional superior. Para los casos en que no existe deuda, la rentabilidad exigida a las acciones (Ku) es equivalente al coste promedio ponderado de los recursos (WACC), ya que la única fuente de financiación que se está utilizando es capital.

El valor actual de los ahorros fiscales tiene su origen en el hecho de financiar la empresa con deuda, y se produce específicamente por el menor pago de impuestos que realiza la empresa debido a los intereses correspondientes a la deuda en cada período. Para hallar el valor actual de los ahorros fiscales (del ahorro de impuestos debido a los intereses), habrá que calcular primero los ahorros por este concepto para cada uno de los años, multiplicando los intereses de la deuda por la tasa impositiva. Una vez tengamos estos flujos, habrá que descontarlos a la tasa que se considere apropiada. Aunque la tasa de descuento a utilizar en este caso es un tema algo conflictivo, muchos autores proponen utilizar el coste de mercado de la deuda, que no tiene por qué coincidir con el tipo de interés al que la empresa haya contratado su deuda.

 Por consiguiente, el APV se condensa en la siguiente fórmula:

 D + E = VA(FCF; Ku) + valor del escudo fiscal de la deuda

### 5.5. Cálculo del valor de las acciones a partir del *cash flow* disponible para las acciones

El valor de mercado de las acciones de la empresa se obtiene descontando el *cash flow* disponible para las acciones a la tasa de rentabilidad exigida por los accionistas a la empresa (Ke). Sumando este valor de las acciones y el valor de mercado de la deuda se determina el valor de la empresa.

La rentabilidad exigida por los accionistas puede estimarse a través de alguno de los siguientes métodos:

1. A partir del modelo de valoración de crecimiento constante de Gordon y Shapiro: Ke = (Div1 / P0) + g

 siendo: Div1 = dividendos a percibir en el período siguiente = Div0 (1+g)

P0 = precio actual de la acción g = tasa de crecimiento constante y sostenible de los dividendos

Por ejemplo, si una acción cotiza a 200 euros y se supone que pagará un dividendo de 10 euros y que tendrá un crecimiento anual de un 4%: Ke = (10 / 200) + 0,04 = 0,09 = 9%.

1. A partir del modelo de equilibrio de activos financieros (en inglés, *capital asset pricing model*, CAPM), que define así la rentabilidad exigida por los accionistas:

 Ke = RF + ß PM siendo: RF = tasa de rentabilidad para inversiones sin riesgo (de bonos del Estado) ß = beta de la acción[[19]](#footnote-19) PM = prima de riesgo del mercado

Y así, partiendo de un determinado valor de la beta de las acciones, de la tasa sin riesgo y de la prima de riesgo del mercado, se puede calcular la rentabilidad exigida a las acciones[[20]](#footnote-20). Fernández (2004)[[21]](#footnote-21) expone el *capital asset pricing model* y muestra la relación entre beta y volatilidad.

### 5.6. Cálculo del valor de la empresa a partir del *capital cash flow*

Según este modelo, el valor de la empresa (valor de mercado de sus recursos propios más el valor de mercado de su deuda) es igual al valor actual de los *capital cash flows* (CCF) descontados al coste ponderado de los recursos antes de impuestos

### 5.7. Etapas básicas de una valoración por descuento de flujos

Las etapas fundamentales y los aspectos críticos para realizar una buena valoración por descuento de flujos son:

## Cuadro 3

|  |
| --- |
| **1. Análisis histórico y estratégico de la empresa y del sector**  |
| **A. Análisis financiero**  |    | **B. Análisis estratégico y competitivo**  |
| Evolución de las cuentas de resultados y balances  | Evolución del sector  |
| Evolución de los flujos generados por la empresa  |   | Análisis de las personas: directivos y empleados  |
| Evolución de las inversiones de la empresa  |   | Evolución de la posición competitiva de la empresa  |
| Evolución de la financiación de la empresa  |   | Identificación de la cadena de valor  |
| Análisis de la salud financiera  |   | Posición competitiva de los principales competidores  |
| Ponderación del riesgo del negocio  |   | Identificación de los inductores de valor *(value drivers)*  |

|  |  |
| --- | --- |
|  | **2. Proyecciones de los flujos futuros**  |
| **A. Previsiones financieras**  |  |   | **B. Previsiones estratégicas y competitivas**  |
| Cuentas de resultados y balances  |  | Previsión de la evolución del sector  |
| Flujos generados por la empresa  |  |   | Previsión de la posición competitiva de la empresa  |
| Inversiones Financiación Valor residual o terminal  |  |     | Posición y evolución estratégica de los competidores  |
| **C. Consistencia de las previsiones de flujos**  |
| Consistencia financiera entre las previsiones  |
| Previsión de varios escenarios  |  |   | Comparación de las previsiones con las cifras históricas Consistencia de los flujos con el análisis estratégico  |
|   |  |

|  |
| --- |
| **3. Determinación del coste (rentabilidad exigida) de los recursos**  |
| Para cada unidad de negocio y para la empresa en su conjunto: Coste de la deuda, rentabilidad exigida a las acciones y coste ponderado de los recursos.  |

|  |
| --- |
| **4. Actualización de los flujos futuros**  |
| Actualizar flujos previstos a su tasa correspondiente. Valor actual del valor residual. Valor de las acciones.  |

|  |
| --- |
| **5. Interpretación de resultados**  |
| *Benchmarking* del valor obtenido: comparación con empresas similares. Identificación de la creación de valor prevista. Sostenibilidad de la creación de valor (horizonte temporal). Análisis de sensibilidad del valor a cambios en parámetros fundamentales. Justificación estratégica y competitiva de la creación de valor prevista.  |

## Cuadro 3 (continuación)

**ASPECTOS CRITICOS DE UNA VALORACION**

**Dinámica. La valoración es un proceso.** El proceso para la estimación de los flujos esperados y la calibración del riesgo de las distintas actividades y de las distintas unidades de negocio es fundamental.

**Implicación de la empresa.** Los directivos de la empresa han de estar implicados en el análisis de la empresa, del sector y en las proyecciones de flujos.

**Multifuncional.** La valoración no es una competencia exclusiva de la dirección financiera. Para una buena valoración es esencial que directivos de distintos departamentos intervengan en las estimaciones de los flujos futuros y en el riesgo de los mismos.

**Estratégica.** La técnica de actualización de flujos es similar en todas las valoraciones, pero la estimación de los flujos y la calibración del riesgo han de tener en cuenta la estrategia de cada unidad de negocio.

**Remuneración.** En la medida en que la valoración incorpora objetivos (ventas, crecimiento, cuota de mercado, rentabilidad, inversiones...) de los que dependerá la remuneración futura de los directivos, el proceso y la propia valoración ganan en calidad.

**Opciones reales.** Si la empresa dispone de opciones reales, éstas se han de valorar convenientemente. Las opciones reales requieren un tratamiento del riesgo totalmente distinto a las actualizaciones de flujos.

**Análisis histórico.** Aunque el valor depende de las expectativas futuras, un concienzudo análisis histórico de la evolución financiera, estratégica y competitiva de las distintas unidades de negocio es fundamental para evaluar la consistencia de las previsiones.

**Técnicamente correcta.** La corrección técnica se refiere fundamentalmente a: a) cálculo de los flujos; b) tratamiento adecuado del riesgo que se traduce en las tasas de descuento; c) coherencia de los flujos utilizados con las tasas aplicadas; d) cálculo del valor residual, y e) tratamiento de la inflación.

**6. ¿Qué método emplear?**

La Tabla 9 muestra el valor de las acciones de la empresa Abascal S.A. según distintos métodos basados en el valor patrimonial, en el beneficio y en el fondo de comercio. El problema fundamental de estos métodos es que unos se basan únicamente en el balance y otros en la cuenta de resultados, pero sólo tienen en cuenta datos históricos. Podemos imaginar dos empresas con idénticos balances y cuentas de resultados, pero con distintas perspectivas: una con un gran potencial de ventas, beneficios y margen, y la otra en una situación estabilizada y con fuerte competencia. Todos estaríamos de acuerdo en dar mayor valor a la primera empresa que a la segunda, a pesar de que sus balances y cuentas de resultados históricos sean iguales.

El método más apropiado para valorar una empresa es descontar los flujos de fondos futuros esperados, ya que el valor de las acciones de una empresa –suponiendo su continuidad– proviene de la capacidad de la misma para generar dinero (flujos) para los propietarios de las acciones.

## Tabla 9

Empresa Abascal S.A.

Valor de las acciones según distintos métodos (millones de euros)

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|

|  |  |
| --- | --- |
| Valor contable  | 80  |
| Valor contable ajustado  | 135  |
| Valor de liquidación  | 75  |
| PER  | 173  |
| Método de valoración clásico  | 213  |
| Método de la UEC simplificado  | 177  |

 |

|  |  |
| --- | --- |
|  Método de la UEC  | 167  |
|  Método indirecto  | 197  |
|  Método directo o anglosajón  | 218  |
|  Método de la compra de resultados anuales  | 197  |
|  Método de la tasa con riesgo y sin riesgo  | 185  |

 |

# 7. La empresa como suma de valores de distintas divisiones. Break-up value

En muchas ocasiones, el valor de una empresa se calcula como la suma de los valores de sus distintas divisiones o distintas unidades de negocio.

La mejor explicación para entender este método es a través de un ejemplo. La Tabla 10 muestra la valoración de una empresa estadounidense realizada a comienzos de 1980. La empresa en cuestión tenía tres divisiones diferenciadas: productos para el hogar, construcción naval y accesorios para el automóvil.

Un grupo financiero lanzó una OPA sobre la mencionada empresa a 38 dólares por acción, y un conocido *investment bank* recibió el encargo de valorar la empresa. Esta valoración, que se incluye en la Tabla 10, serviría como base para ponderar la oferta. La Tabla 10 muestra que el *investment bank* valoró las acciones de la empresa entre 430 y 479 millones de dólares (o, lo que es lo mismo, entre 35 y 39 dólares por acción). Pero veamos cómo llegó a tal valor. En primer lugar, proyectó el beneficio neto de cada división y a continuación asignó un PER (máximo y mínimo) para cada una. Mediante una sencilla multiplicación (beneficio x PER), calculó el valor de cada división. El valor de la empresa no es más que la suma de los valores de las tres divisiones.

Al valor así calculado (entre 387 y 436 millones) podemos llamarlo valor de los beneficios que genera la empresa. A continuación, hay que añadir a esta cifra el exceso de caja que tenía esta empresa, que el *investment bank* estimó en 77,5 millones. Además, la empresa tenía su plan de previsiones sin dotar completamente (faltaban 34,5 millones de dólares), por lo que había que restar esta cantidad al valor de la empresa.

Tras hacer estas operaciones, se llega a que el valor de cada acción está comprendido entre 35 y 39 dólares, números muy cercanos a la oferta realizada de 38 dólares por acción.

## Tabla 10

Valoración de una empresa como suma del valor de sus divisiones

**Valoración individual de cada negocio utilizando el criterio del PER**

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| (Millones de dólares)  | Productos  | Construcción  | Accesorios  | TOTAL  |
|   | para el hogar  | naval  | del automóvil  | EMPRESA  |
| **Beneficio neto del próximo año**  | **28,6**  | **14,4**  | **5,8**  | **48,8**  |
|   | Mínimo Máximo  | Mínimo Máximo  | Mínimo Máximo  | Mínimo Máximo  |
| PER de cada negocio (mínimo y máximo)  |  9 10  |  5 6  |  10 11  |   |
| Valor (millones de dólares)  | 257,4 286,0  | 72,0 86,4  | 58,0 63,8  | 387,4 436,2  |
| Más: exceso de caja neto estimado a fin de año  |   |   |   |   | 77,5  | 77,5  |
| Menos: pensiones por jubilación sin dotación a fin de año  |   |   |   |   | 34,5  | 34,5  |
| Valor de las acciones (millones de dólares)  |   |   |   |   | 430,4  | 479,2  |
| Valor por acción (basado en 12,2 millones de acciones)  | **35,3**  | **39,3**  |

La Tabla 11 contiene una valoración de Endesa, Iberdrola y Unión Fenosapor partes: agregación del valor de las distintas unidades de negocio e inversiones que posee cada empresa. La valoración se efectuó en julio de 2003.

## Tabla 11

Valoración de Endesa, Iberdrola y Unión Fenosa por partes (julio de 2003)

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
|  | **Endesa**  | **Iberdrola**  | **Unión Fenosa**  |
| **Millones de euros**  | **Porcentaje**  | **Millones de euros**  | **Porcentaje**  | **Millones de euros**  | **Porcentaje**  |
| Negocio eléctrico en España  | 22.063  | 53,32%  | 20.923  | 75,29%  | 5.722  | 53,22%  |
| Costes de transición a la competencia (CTC)  | 2.215  | 5,35%  | 1.149  | 4,13%  | 837  | 7,79%  |
| AUNA1  | 975  | 2,36%  |   |   | 477  | 4,44%  |
| 3% de Red Eléctrica (REE)  | 42  | 0,10%  | 46  | 0,17%  | 45  | 0,42%  |
| Gas  |   |   |   |   | 465  | 4,33%  |
| Inversiones internacionales  | 10.041  | 24,27%  | 1.522  | 5,48%  | 2.271  | 21,12%  |
| 12% de Aguas de Barcelona  | 173  | 0,42%  |   |   |   |   |
| Repsol2  | 524  | 1,27%  | 583  | 2,10%  |   |   |
| 4,9% de CEPSA  |   |   |   |   | 275  | 2,56%  |
| 5% de EDP  |   |   | 318  | 1,14%  |   |   |
| Corporación IBV (excluyendo Gamesa)  |   |   | 95  | 0,34%  |   |   |
| 18,5% de Gamesa  |   |   | 337  | 1,21%  |   |   |
| Soluziona  |   |   |   |   | 428  | 3,98%  |
| Negocio minero  |   |   |   |   | 102  | 0,95%  |
| Activos inmobiliarios  |   |   | 425  | 1,53%  | 56  | 0,52%  |
| Negocio eólico  | 908  | 2,19%  | 2.068  | 7,44%  | 73  | 0,68%  |
| 4% de GALP a valor contable  |   |   | 118  | 0,43%  |   |   |
| 8% de Portland  |   |   | 64  | 0,23%  |   |   |
| SNET  | 480  | 1,16%  |   |   |   |   |
| Smartcom  | 225  | 0,54%  |   |   |   |   |
| Otras inversiones  | 1.772  | 4,28%  | 140  | 0,50%  |   |   |
| Electtrogen  | 1.963  | 4,74%  |   |   |   |   |
| Valor de la empresa  | 41.381  | 100%  | 27.789  | 100%  | 10.751  | 100%  |
| Menos deuda neta  | -21.366  |   | -10.558  |   | -6.175  |   |
| Menos provisiones  | -2.350  |   | -305  |   | -629  |   |
| Menos minoritarios  | -843  |   |   |    |   |    |
| Valor de las acciones  | 16.822  | 16.926  | 3.947  |
| Valor por acción (euros)  | 16,0  | 18,8  | 13,0  |

1 32% Endesa y 18,7% Unión Fenosa. 2 3% Endesa y 3,34% Iberdrola.

# 8. Las opiniones de los especialistas en valoración: los analistas

La Tabla 12 contiene las previsiones de varios analistas sobre el futuro de Endesa. El dividendo por acción de Endesa de los años 2000, 2001 y 2002 fue, respectivamente, 0,59, 0,65 y 0,68 euros/acción, y el beneficio por acción: 1,88, 1,45 y 1,20 euros. Puede apreciarse que todas las previsiones sobre el dividendo y sobre el beneficio de 2002 fueron superiores a la realidad. La moraleja de la Tabla 12 no es que las opiniones de los analistas no sirvan para nada. Las conclusiones son dos: es difícil realizar predicciones acertadas, y los analistas no tienen siempre razón.

## Tabla 12

Previsiones de analistas sobre Endesa realizadas entre septiembre de 1999 y enero de 2000, y errores cometidos

|  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  |  | **BPAe 00**  | **BPAe 01**  | **BPAe 02**  | **DPA 00**  | **DPA 01**  | **DPA 02**  |
|   | Media  | 1,29  | 1,46  | 1,66  | 0,67  | 0,76  | 0,87  |
| Previsiones de los analistas  | Máxima  | 1,40  | 1,56  | 1,80  | 0,74  | 0,87  | 1,00  |
|   | Mínima  | 1,05  | 1,30  | 1,40  | 0,63  | 0,69  | 0,75  |
| **La realidad fue:**  |  |  **1,88 1,45**  | **1,20**  | **0,59**  | **0,65**  | **0,68**  |
|   | Media  | -31% 1%  | 38%  | 14%  | 16%  | 28%  |
| Errores de las estimaciones  | Máxima  | -26% 8%  | 50%  | 25%  | 34%  | 47%  |
|   | Mínima  | -44% -10%  | 17%  | 7%  | 6%  | 10%  |

Fuente: Informes de analistas de Invercaixa, Mello Valores, Commerzbank, Morgan Stanley, Dresdner Kleinwort, Caja Madrid Bolsa, Deutsche Bank, First Boston, Merrill Lynch, CDC Bourse, HSBC y Flemings Research.

# 9. Factores clave que afectan al valor: crecimiento, rentabilidad, riesgo y tipos de interés

Como muestra el siguiente diagrama, el valor de las acciones depende de los flujos futuros esperados y de la rentabilidad exigida a las acciones. A su vez, el crecimiento de los flujos futuros depende de la rentabilidad de las inversiones y del crecimiento de la empresa. Por otro lado, la rentabilidad exigida de las acciones depende de una variable sobre la que la empresa no tiene control, el tipo de interés sin riesgo, y del riesgo de las acciones que, a su vez, podemos dividir en riesgo operativo y riesgo financiero.

## Figura 5

Operaciones

Activos

Rentabilidad

de la inversión

utilizados

Expectativas

de

flujos

Impuestos

futuros

Crecimiento

**VALOR**

de la empresa

**DE**

**LAS**

**ACCIONES**

Interés

sin riesgo

Rentabilidad

exigida a

Riesgo

las acciones

operativo

**Ke**

Riesgo de la

inversión

Riesgo

financiero

La Tabla 13 muestra que el valor de las acciones depende de tres factores (*value drivers*) primarios:

* Los flujos futuros.
* La rentabilidad exigida a las acciones.
* La comunicación con el mercado[[22]](#footnote-22).

Estos factores pueden a su vez subdividirse en rentabilidad de la inversión, crecimiento de la empresa, interés sin riesgo, prima de riesgo del mercado, riesgo operativo y riesgo financiero. Pero estos factores son todavía muy generales. Es muy importante que una empresa identifique cuáles son los parámetros fundamentales que más inciden en el valor de sus acciones y en la creación de valor. Lógicamente, la importancia de cada factor no será la misma para las distintas unidades de negocio.

## Tabla 13

Factores que afectan al valor de las acciones *(value drivers*)

|  |  |
| --- | --- |
| **VALOR DE LAS ACCIONES**  |  |
| FLUJOS FUTUROS  | RENTABILIDAD EXIGIDA A LAS ACCIONES |  |  |
| *Expectativas de*  | *Expectativas de*  | Interés  | Prima de  |  |  |  |
| rentabilidad  | crecimiento  | sin  | riesgo del  | Riesgo  | Riesgo  |  |  |
| de la inversión  | de la empresa  | riesgo  | mercado  | operativo  | financiero  |  |  **Comunicación con el mercado**  |
| Período de ventaja competitiva  |  | Activos utilizados  |  | Margen sobre ventas  |  | Regulación  |  | Impuestos  |  | Equipo directivo. Remuneración Cultura corporativa. Personas  |  | Negocios actuales/barreras entrada  |  | Adquisiciones/desinversiones |  | Estructura competitiva del sector  |  | Nuevos negocios/productos  |  | Desarrollo tecnológico  |  | Opciones reales  |  | Sector, país, legislación  |  | Control interno  |  | Empresa compradora/comprable  |  | Riesgo percibido por el mercado  |  | Financiación  |  | Liquidez  |  | Tamaño  |  | Control de riesgos  |  |

# 10. Burbujas especulativas en la bolsa

Los partidarios del análisis fundamental sostienen que las cotizaciones reflejan las expectativas de futuro actualizadas por inversores racionales. Así, la cotización de una acción es igual al valor actual de todos los futuros dividendos esperados. Esto es el llamado valor fundamental. Dicho de otro modo, la cotización refleja la generación actual de beneficios más las expectativas de crecimiento. El adjetivo fundamental hace referencia a los parámetros que influyen en la cotización: tipos de interés, expectativas de crecimiento, riesgo de la inversión...

Otro grupo de teorías se basa en comportamientos psicológicos o sociológicos como los "*animal spirits*" de Keynes. Según estas teorías, la formación de las cotizaciones no sigue ninguna regla racional de valoración, sino que depende de los estados de euforia, pesimismo... predominantes en la comunidad financiera y en la sociedad en general. Son estos fenómenos, de naturaleza psicológica, los que permiten albergar alguna esperanza a los *chartistas*: si los estados de ánimo no cambian con mucha frecuencia y los inversores valoran las acciones teniendo en cuenta la evolución pasada de las cotizaciones, cabe esperar que las sucesivas cotizaciones presenten alguna correlación o que se repitan en ciclos similares.

La teoría de las burbujas especulativas se puede derivar del análisis fundamental y se encuentra a caballo entre las dos teorías citadas que tratan de explicar el comportamiento y la evolución de las cotizaciones bursátiles. La expresión algebraica del concepto de burbuja especulativa fue desarrollada por Olivier Blanchard, profesor del MIT, y se puede derivar de la misma ecuación que da origen a la fórmula empleada normalmente por los fundamentalistas. Simplemente hace uso del hecho de que la ecuación tiene varias soluciones, una de las cuales es la solución fundamental, y otra, la solución fundamental con una burbuja especulativa adosada. En virtud de esta última, la cotización de una acción puede ser superior a su valor fundamental (valor actual de todos los futuros dividendos) si simultáneamente se desarrolla una burbuja, la cual en todo momento puede: a) seguir creciendo, o b) explotar y desvanecerse. Para no aburrirnos con ecuaciones, podemos imaginar una burbuja como una sobrevaloración de las acciones: un inversor pagará hoy por una acción una cantidad superior a su valor fundamental si tiene la esperanza de venderla mañana por un valor superior, esto es, si tiene la esperanza de que la burbuja siga creciendo. Este proceso puede seguir mientras existan inversores que tengan confianza en el crecimiento de la burbuja especulativa, esto es, inversores que esperan encontrar en el futuro a otros inversores confiados a los que venderles la burbuja (acción) por un precio superior al que ellos han pagado. Las burbujas tienden a desarrollarse en épocas de euforia, cuando parece que la única posible tendencia del mercado es al alza. Pero llega un día en que ya no quedan más inversores confiados y la burbuja estalla y se desvanece: las acciones vuelven a su valor fundamental.

Esta teoría es atractiva porque permite sintetizar la teoría fundamental con la existencia de comportamientos anómalos en la evolución de las cotizaciones. Muchos han utilizado esta teoría para explicar el tremendo descenso de las cotizaciones en la Bolsa de Nueva York y en las bolsas mundiales del 19 de octubre de 1987. Según esta explicación, el descenso de las cotizaciones se debió a la explosión de una burbuja que se desarrolló en los meses previos. Un estudio llevado a cabo por Shiller, profesor de Yale, corrobora esta teoría. Shiller entrevistó a 1.000 inversores institucionales y particulares. Los inversores que vendieron antes del lunes negro, dijeron haberlo hecho porque creían que las acciones estaban ya sobrevaloradas. Lo más sorprendente es que más del 90% de los inversores institucionales que no vendieron dijeron que también ellos creían que el mercado estaba sobrevalorado, pero que tenían esperanzas de poder vender antes del inevitable descenso. En otras palabras, parece que más del 90% de los inversores institucionales eran conscientes de que se estaba desarrollando una burbuja especulativa –las acciones se vendían por más de su valor fundamental–, pero confiaban en vender antes de que la burbuja estallase. Entre los inversores individuales que no vendieron antes del 19 de octubre, más del 60% afirmaron también creer que las acciones estaban sobrevaloradas.

## Figura 5

Crisis bursátil de la bolsa americana en 1929

0

50

100

150

200

250

300

350

400

1927

1928

1929

1930

1931

1932

1933

1934

1936

1935

Dow Jones Industrial Average

Enero

Esta explosión de una burbuja especulativa es un fenómeno relativamente habitual. El ejemplo más reciente es la burbuja de Internet de 1999-2000[[23]](#footnote-23). Otros ejemplos son: empresas electrónicas y de alta tecnología en 1962, empresas con “buen concepto" en 1970 y empresas con nombre reconocido a lo largo de los años setenta. Con ocasión de la burbuja de empresas electrónicas, muchas empresas se cotizaron en 1962 a menos del 20% de su valor en 1961: la cotización de IBM cayó de más de 600 dólares en 1961, a 300 en 1962; y la de Texas Instruments, de más de 200 dólares a 50. Más pronunciada fue todavía la burbuja que se desarrolló en 1970 en torno a empresas con "buen concepto": varias de ellas perdieron en tan sólo un año el 99% de su valor. Empresas de nombre bien conocido vieron también cómo se producían grandes descensos en sus cotizaciones en la década de los setenta: el PER de McDonald's se redujo de 83 a 9; el de Sony, de 92 a 17, y el de Polaroid, de 90 a 16, por citar algunos ejemplos.

## Figura 7

Crisis bursátil de octubre de 1987 en las bolsas española y estadounidense

200

220

240

260

280

300

320

340

Ene. 1987

Jun. 1987

Oct. 1987

Mar. 1988

Jul. 1988

Dic. 1988

**S&P 500**

%

200

%

220

%

240

260

%

280

%

%

300

%

320

%

340

**IGBM**

S&P 500

IGBM

## Figura 8

Crisis bursátil de agosto de 1998 en las bolsas española y estadounidense

700

800

900

1.000

1.100

1.200

1.300

1.400

Ene. 1998

Mar. 1998

May. 1998

Jul. 1998

Oct. 1998

Nov. 1998

Feb. 1999

Abr. 19

99

**S&P 500**

7.000

8.000

9.000

10.000

11.000

12.000

13.000

14.000

**IBEX 35**

S&P 500

IBEX 35

## Figura 9

Crisis bursátil de la bolsa española tras la burbuja de Internet

5.000

6.000

7.000

8.000

9.000

10.000

11.000

12.000

13.000

Ene. 1999

Ene. 2000

Ene. 2001

Ene. 2002

Ene. 2003

Ene. 2004

**IBEX 35**

## Figura 10

Evolución de la cotización de Terra

0

20

40

60

80

100

120

140

Nov. 1999

Nov. 2000

Nov. 2001

Nov. 2002

**Terra**

También se pueden desarrollar burbujas especulativas en sectores no bursátiles. La más mencionada es la de los tulipanes en Países Bajos en el siglo XVII. Unos curiosos tulipanes comenzaron a ser cada vez más codiciados, con lo que su precio creció cada vez más... Al final, el precio de los tulipanes volvió a niveles normales y muchos se arruinaron. También en el sector inmobiliario se han dado muchas burbujas especulativas. La historia siempre es la misma: los precios se desorbitan temporalmente para luego volver a niveles "normales". Entretanto, muchos inversores confiados en que el precio seguirá subiendo, pierden mucho dinero. El problema de esta teoría, como el de muchas de las interpretaciones económicas, es que proporciona una explicación ingeniosa para explicar los hechos una vez que han sucedido, pero no es de gran utilidad para realizar previsiones sobre la evolución futura de las cotizaciones. Para ello, sería necesario saber detectar exactamente la burbuja y predecir su evolución futura, esto es, poder separar la cotización en dos componentes (el valor fundamental y la burbuja) y conocer el número de inversores que confían en que la burbuja seguirá creciendo (aquí se puede incluir a muchos *chartistas*). Lo que sí que nos recuerda la teoría es que la burbuja puede explotar en cualquier momento. La historia muestra que, hasta el momento, las burbujas siempre han terminado desvaneciéndose.

La única receta para no quedar atrapado nunca por una burbuja especulativa consiste en no entrar en ella: no comprar nunca lo que parezca caro, aunque algunos “expertos" –apelando a tendencias esotéricas y a la insensatez o temeridad de otros inversores– así lo aconsejen.

# 11. El efecto del 11 de septiembre de 2001 en la bolsa fue pasajero

La Tabla 14 muestra que la caída en las cotizaciones del 11 de septiembre se prolongó hasta el 21 de septiembre. Posteriormente, las cotizaciones ascendieron rápidamente y llegaron a los niveles del 10 de septiembre el 11 de octubre (el IGBM) y el 17 de octubre (IBEX 35). La Tabla 14 también muestra la poca duración del efecto 11 de septiembre sobre el S&P 500, el Nasdaq y otros índices bursátiles mundiales. Es obvio que el efecto del 11 de septiembre de 2001 no provocó un descenso permanente en los precios.

## Tabla 14

Efecto del 11 de septiembre de 2001 sobre el IGBM, el IBEX 35, el S&P 500, el Nasdaq y otros índices bursátiles mundiales:

|  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | **IGBM**  | **IBEX 35**  | **S&P 500**  | **Nasdaq**  | **Euro Stoxx 50**  | **FTSE 100**  |   |
| 10-9-2001  | 749,52%  | 7.678,7  | 1.092,5  | 1.695,4  | 3.440,7  | 5.033,7  |
| **11-9-2001**  | **714,77%**  | **7.328,4**  | **1.092,5**  | **1.695,4**  | **3.220,3**  | **4.746,0**  | **11 de septiembre**  |
| 12-9-2001  | 718,48%  | 7.336,7  | 1.092,5  | 1.695,4  | 3.260,9  | 4.882,1  |     |
| 13-9-2001  | 721,04%  | 7.338,7  | 1.092,5  | 1.695,4  | 3.293,8  | 4.943,6  |
| 14-9-2001  | 686,08%  | 6.911,8  | 1.092,5  | 1.695,4  | 3.091,2  | 4.755,8  |
| 17-9-2001  | 702,96%  | 7.094,8  | 1.038,8  | 1.579,6  | 3.205,0  | 4.898,9  |
| 18-9-2001  | 698,81%  | 7.043,8  | 1.032,7  | 1.555,1  | 3.189,9  | 4.848,7  |
| 19-9-2001  | 689,51%  | 6.933,6  | 1.016,1  | 1.527,8  | 3.105,1  | 4.721,7  |
| 20-9-2001  | 669,43%  | 6.725,3  | 984,5  | 1.470,9  | 2.967,9  | 4.556,9  |
| **21-9-2001**  | **648,57%**  | **6.498,4**  | **965,8**  | **1.423,2**  | **2.877,7**  | **4.433,7**  | *Nivel más bajo tras el 11 de septiembre*  |
| 24-9-2001  | 681,95%  | 6.885,7  | 1.003,5  | 1.499,4  | 3.068,1  | 4.613,9  |    |
| 9-10-2001  | 724,14%  | 7.278,4  | 1.056,8  | 1.570,2  | 3.357,1  | 5.009,8  |
| 10-10-2001  | 747,75%  | 7.529,6  | 1.081,0  | 1.626,3  | **3.468,3**  | 5.153,1  | *Eurostoxx supera nivel del 10 de septiembre*  |
| 11-10-2001  | 751,11%  | 7.553,1  | 1.097,4  | 1.701,5  | 3.510,6  | **5.164,9**  | *FTSE 100, IGBM superan* *nivel del 10 de septiembre*  |
| 15-10-2001  | 746,19%  | 7.511,9  | 1.090,0  | **1.696,3**  | 3.393,6  | 5.067,3  | *Nasdaq supera nivel del 10 de septiembre*  |
| 16-10-2001  | 758,20%  | 7.643,7  | **1.097,5**  | 1.722,1  | 3.455,3  | 5.082,6  | *S&P 500 supera nivel del 10 de septiembre*  |
| 24-10-2001  | 779,65%  | **7.918,6**  | 1.085,2  | 1.731,5  | 3.609,7  | 5.167,6  | *El IBEX 35 supera nivel del 10 de septiembre*  |

# 12. Comentarios sobre valoración

## 1. Valorando bien se puede perder dinero en bolsa

Para ganar dinero en la bolsa, lo importante es prever qué van a hacer las cotizaciones, independientemente de que se parezcan mucho o poco al valor de las acciones. Muchas personas se arruinaron en 1999 por valorar bien las empresas de Internet: detectaron que estaban sobrevaloradas y apostaron por una bajada de precios. Sin embargo, antes de caer, las cotizaciones de estas empresas subieron muchísimo y esto les llevó a la ruina.

## 2. La eficiencia de los mercados no supone que la bolsa valore bien las acciones

Muchas personas afirman que la mejor valoración de una empresa es la cotización en bolsa, porque los mercados financieros son eficientes.Que los mercados financieros sean eficientes no significa que los precios en bolsa sean “correctos” (esto es, que sean la mejor estimación del valor de las acciones), sino que incorporan toda la información bursátil histórica disponible[[24]](#footnote-24). La única consecuencia de que los mercados financieros sean eficientes es que no es posible hacerse rico analizando la evolución histórica de los precios, los volúmenes de negociación… Otro tema es que el precio en bolsa sea un parámetro importantísimo (casi siempre, el más importante) para el inversor. Un ejemplo clamoroso de que la cotización en bolsa no coincide siempre con el valor de las acciones es el caso de Terra: a principios de 2000, la bolsa valoraba más Terra que el BBVA, que el BSCH... y que todas las empresas españolas a excepción de Telefónica. Este punto es un corolario del refrán “sólo el necio confunde el valor con el precio”[[25]](#footnote-25).

## 3. En una adquisición es fundamental pagar un precio inferior al valor de la empresa comprada

Con frecuencia se oye la siguiente frase: *“Lo importante de una adquisición es que sea razonable, el precio es secundario”.* Con esto se quiere indicar que lo importante es que la empresa adquirida apoye el plan estratégico de la empresa y que éste tenga sentido común. Por supuesto que esto es importante, pero no lo es menos el que el precio pagado sea inferior al valor de la empresa adquirida según el comprador.

## 4. El valor de las acciones tiene poco que ver con el valor contable

Con frecuencia se oye decir que el valor contable de las acciones (los fondos propios de la empresa) equivale a la inversión de los accionistas. Otras veces se oye decir que el valor contable de las acciones es la mejor aproximación al valor de las acciones. Ambas afirmaciones son falsas[[26]](#footnote-26).

## 5. Sin embargo, algunas sentencias legales dan demasiado peso al valor contable de las acciones

**Un ejemplo.** Con fecha 22 de febrero de 2001, la Sección Sexta de la Sala de lo contencioso del Tribunal Supremo dictó una sentencia sobre el criterio que debe prevalecer para valorar empresas. La sentencia se refería a la valoración de una empresa de Rumasa. El criterio dado por el Tribunal Supremo en la referida sentencia se basa en el valor contable de las acciones y en las cuentas de resultados de los tres últimos años (!!!), haciendo suyo lo dispuesto en el artículo 4.4 párrafo 2º de la Ley 7/1983 y la argumentación del abogado del Estado: *«para determinar el valor real de las empresas expropiadas del grupo Rumasa, en función de los resultados económicos de cada sociedad en los últimos tres años, tal y como previene el artículo 4.4 párrafo 2º de la Ley 7/1983, criterios que a continuación transcribimos:*

*1.- Si del balance auditado se derivase un patrimonio neto contable positivo y la explotación media de los tres últimos años fuese positiva, el justiprecio máximo será igual al patrimonio neto contable.*

*2.- Si del balance auditado se derivase un patrimonio neto contable negativo y la explotación media de los tres últimos años fuese negativa, el justiprecio será 0 pesetas.*

*3.- Si del balance auditado se derivase un patrimonio neto contable positivo y la explotación media de los tres últimos años fuese negativa, para corregir el valor de aquel al valor real se procederá de la siguiente forma:*

*3.1. Se obtendrá la media aritmética de la explotación de los tres últimos años.*

*3.2. Se obtendrá el valor actual de la explotación capitalizando la media aritmética anterior a la tasa media de rendimiento de las obligaciones del Estado a medio plazo a la fecha de expropiación (16%).*

*3.3. El justiprecio será el valor ajustado del patrimonio neto contable, que se obtendrá por media aritmética del importe de éste, y el importe del valor actual de explotación obtenida en 3.2.*

*4. Si del balance auditado se derivase un patrimonio neto contable negativo y la explotación media de los tres últimos años fuera positiva, para corregir el valor de aquel al valor real se procederá de la forma indicada en el punto 3 anterior.»*

Este “innovador” modo de valorar se ha de calificar, como mínimo, de “alucinante”.

**Otro ejemplo.** Con fecha 14 de julio de 2008, un magistrado de lo Mercantil sostuvo en una sentencia que el *valor real o razonable* de las acciones de El Corte Inglés era el “valor del activo neto real”, que coincidía con el valor contable. Algunos párrafos de la delirante sentencia:

* *«la valoración… no presenta los ribetes de extravagancia o irracionalidad que favorecerían su revisión jurisdiccional»*.
* *«la valoración obtenida de las acciones se sitúa y con mucho en los parámetros de la racionalidad»*.
* La valoración por descuento de flujos *«sería plausible si el paquete accionarial objeto de venta permitiera ejercer facultades de control, que permitieran cambiar la política financiera y comercial»*.
* Para calcular el “valor del activo neto real”, *«hay muchos importantes pasivos que aflorarían en el momento de la venta, los pasivos laborales que afectan a casi 80.000 empleados que integran la plantilla fija y cuyo coste de despido ascendería a más de 2.700 millones de euros».*

## 6. Los índices bursátiles no dicen toda la verdad sobre el movimiento de las bolsas

Los índices bursátiles se calculan casi siempre ponderando las empresas por su capitalización, lo que significa que las empresas grandes influyen mucho más en ellos que las pequeñas. Por otro lado, se calculan sin incluir los dividendos que reparten las empresas. El IBEX 35 y el IGBM son ejemplos de ambas características. La Tabla 15 muestra la importancia de ambas cosas. El IBEX 35 subió un 250,6% desde diciembre de 1994 hasta diciembre de 2003. Pero incluyendo dividendos, la rentabilidad fue 313,9%, que es la rentabilidad que habría obtenido un inversor que hubiera tenido una cartera de acciones con la misma composición que el IBEX.

El IBEX 35 descendió un 21,7% en 2000 y un 28,1% en 2002. Pero eso no significa que 2000 y 2002 fueran malos años para todos los inversores. La media de las rentabilidades de las empresas en esos años fue sólo -4,6% y -10,2%, cifras muy inferiores (en valor absoluto) a los descensos del IBEX y del IGBM (esto se debe a que las empresas que más cayeron fueron las grandes). De hecho, un 38% y un 36% de las empresas tuvieron rentabilidades positivas: más que en 1999, año en que el IBEX y el IGBM subieron mucho.

La Tabla 15 muestra que en el período 1995-2003 (y en los años 1997, 1998, 2000, 2001, 2002 y 2003) las empresas pequeñas fueron más rentables que las grandes.

## Tabla 15

**Rentabilidad de la bolsa española en los últimos años**

La primera línea muestra la rentabilidad media de todas las empresas del mercado continuo. Esa es la rentabilidad que habría obtenido un inversor que hubiera invertido a principio de año la misma cantidad de dinero en cada empresa

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **Rentabilidad**  | **1995**  | **1996**  | **1997**  | **1998**  | **1999**  | **2000**  | **2001**  | **2002**  | **2003**  | **1995-2003**  |
| IGBM  | 12,3%  | 39,0%  | 42,2%  | 37,2%  | 16,2%  | -12,7%  | -6,4%  | -23,1%  | 27,4%  | 283,5%  |
| IBEX 35  | 17,6%  | 42,0%  | 40,8%  | 35,6%  | 18,3%  | -21,7%  | -7,8%  | -28,1%  | 28,2%  | 250,6%  |
| IBEX 35 + div.  | 22,4%  | 47,1%  | 44,5%  | 38,3%  | 20,4%  | -20,5%  | -6,1%  | -26,5%  | 32,2%  | 313,9%  |
| IGBM + div.  | 15,7%  | 42,9%  | 45,4%  | 39,5%  | 19,7%  | -10,4%  | -3,6%  | -20,5%  | 33,0%  | 366,3%  |
| Media aritmética  | 4,6%  | 36,3%  | 68,0%  | 46,3%  | -5,5%  | -4,6%  | 5,2%  | -10,2%  | 45,3%  | 433,4%  |
| IBEX-IGBM  | 5,3%  | 3,0%  | -1,5%  | -1,6%  | 2,1%  | -9,1%  | -1,4%  | -5,0%  | 0,7%  | -32,9%  |
| Empresas que suben  | 53%  | 82%  | 92%  | 79%  | 32%  | 38%  | 53%  | 36%  | 93%  | 88%  |
| Empresas que bajan  | 47%  | 18%  | 8%  | 21%  | 68%  | 63%  | 47%  | 64%  | 7%  | 12%  |

Por otro lado, la capitalización de las cinco mayores empresas del IBEX 35 supuso el 67% en 2000 y el 65% en 2008 (la capitalización de las diez mayores empresas supuso el 83% en 2000 y el 78% en 2008). Por consiguiente, aunque se denomina IBEX 35, el IBEX es fiel reflejo de la marcha de cinco empresas que tienen la mayor parte de su negocio fuera de España.

## Figura 11



|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **Porcentaje de la capitalización del IBEX 35**  | **11 de febrero de 2000**  | **4 de marzo de 2008**  |
| 3 mayores empresas  | 50,46%  | 48,15%  |
| 5 mayores empresas  | 67,26%  | 65,01%  |
| 7 mayores empresas  | 75,75%  | 70,63%  |
| 10 mayores empresas  | 82,87%  | 77,98%  |
| 15 mayores empresas  | 90,64%  | 86,58%  |

Las tres mayores empresas del 11 de febrero de 2000 fueron: Telefónica, BBVA y Terra.

### **7. Los dividendos no salen de los beneficios, sino de la caja de la empresa**

El pago de dividendos disminuye la caja de la empresa por motivos obvios. Su contrapartida contable es una igual disminución de los beneficios del año (que forman parte de los fondos propios). Análogamente, el pago a un proveedor al que se le había comprado mercancía hace dos meses disminuye la caja, y su contrapartida contable es una disminución de las cuentas a pagar. A nadie se le ocurre decir que se paga al proveedor con cuentas a pagar, pero se dice muy frecuentemente que los dividendos se pagan con los beneficios (o con los fondos propios) de la empresa.

### 8. Sin embargo, la ley de Sociedades Anónimas[[27]](#footnote-27) habla de “beneficios líquidos”

En el artículo 130 (retribución de los administradores) se puede leer: *«Cuando [la retribución de los administradores] consista en una participación en las ganancias, sólo podrá ser detraída de los beneficios líquidos y después de estar cubiertas las atenciones de la reserva legal...».* Los beneficios no son “líquidos”, son sólo un número impreso en la cuenta de pérdidas y ganancias.

En la empresa, todos los cobros entran en caja y todos los pagos salen de la caja.

### **9. Ni los fondos propios ni las reservas de una empresa son “dinero” líquido**

Esto es un corolario del Apartado 7. La cantidad que figura en los fondos propios de una empresa sólo tiene una propiedad incontestada: que sirve para cuadrar el balance. Cualquier parecido con liquidez o con valor de las acciones es mera coincidencia, a la par que altamente improbable. Otro modo de razonar esto: dígale al director financiero de su empresa que le enseñe los fondos propios y aguarde para ver adónde le lleva.

### **10. La valoración de una empresa no es cometido único de “expertos”**

Es, no sólo aconsejable, sino necesaria la implicación del equipo directivo de la empresa que se valora (o, en el caso de una adquisición, del equipo directivo de la empresa compradora).

### **11. Las valoraciones con múltiplos tienen muy escasa fiabilidad**

Los múltiplos sólo tienen alguna utilidad tras haber realizado la valoración por descuento de flujos. Entonces sí que los múltiplos resultantes sirven para compararlos con los de otras empresas y razonar (con sentido común) su magnitud y sus diferencias. Pero realizar una valoración utilizando múltiplos, sólo tiene una ventaja: que el proceso es muy rápido y muy fácil[[28]](#footnote-28).

### **12. La contabilidad no tiene casi nada que ver con el valor de las acciones**

Según el Diccionario de la Real Academia, la contabilidad es el «sistema adoptado para llevar la cuenta y razón en las oficinas públicas y particulares». La contabilidad de una empresa es el registro de la historia de la empresa y sirve para constatar los hechos acaecidos y para analizar su evolución económica histórica y la evolución de su financiación hasta la fecha. Como el valor de las acciones depende de las expectativas (futuro) de la empresa, la contabilidad sólo tendrá algo que ver con el valor de las acciones en el caso de aquellas empresas en las que se espere que el futuro sea parecido al pasado. Una comparación exagerando un poco: ¿qué tienen que ver las notas de 1º de primaria de mi hijo de 7 años con el sueldo que ganará cuando tenga 30 años?

### **13. Una cosa son las reglas de valoración de la contabilidad y otra la valoración de empresas**

La confusión de ambos conceptos parece tener su origen en el título de la sección 5ª de la ley de Sociedades Anónimas (reglas de valoración). Pero basta leer los artículos de dicha sección (193 a 198) para darse cuenta que se refieren a cómo se han de registrar el inmovilizado, los inventarios... en la contabilidad; no dan ninguna indicación sobre cómo se deben valorar las acciones de una empresa.

### **14. Los auditores son expertos en contabilidad**

Los auditores se dedican a verificar que el balance y la cuenta de resultados de las empresas se han confeccionado de acuerdo con las normas contables. El diccionario de la Real Academia de la Lengua define auditoría contable como «revisión de la contabilidad de una empresa, de una sociedad, etc., realizada por un auditor». El ICAC (Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas) dice que[[29]](#footnote-29): «El objetivo de la auditoría de las cuentas anuales de una entidad, consideradas en su conjunto, es la emisión de un informe dirigido a poner de manifiesto una opinión técnica sobre si dichas cuentas anuales expresan, en todos sus aspectos significativos, la imagen fiel del patrimonio y de la situación financiera de dicha entidad, así como del resultado de sus operaciones en el período examinado, de conformidad con principios y normas de contabilidad generalmente aceptados... La opinión técnica del auditor de cuentas otorga una mayor confianza en la fiabilidad de las cuentas anuales. El usuario de informes de auditoría, sin embargo, no debe asumir que la opinión técnica del auditor de cuentas es una garantía sobre la viabilidad futura de una entidad, ni tampoco una declaración sobre la eficacia o eficiencia con que la dirección ha gestionado los asuntos de la misma».

### **15. ...Pero, por alguna extraña razón, la ley determina que los auditores son expertos valoradores**

La ley 44/2002 (véase Anexo 1) dice que: «Se entenderá como *valor razonable* [de las acciones] el que determine un *auditor de cuentas*, distinto al auditor de la sociedad, que, a solicitud de cualquier interesado, nombren a tal efecto los administradores de la sociedad». Lo que no explica la ley es por qué es más razonable el valor que determine un auditor de cuentas que el que determine el sobrino del consejero delegado, el conserje de la finca colindante... o un experto en valoración de empresas. No parece muy complicado comprender que, así como los que mejor valoran cuadros de Picasso son los expertos en cuadros de Picasso (no los que los limpian, ni los que confeccionan magníficos folletos sobre las exposiciones), los que mejor valoran acciones son los expertos en valoración de acciones y empresas.

Para colmo, una sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid de 29 de julio de 2008 afirma que la valoración debe hacerse según las «*Normas Técnicas de Auditoría*»[[30]](#footnote-30), no admite«*que el método del descuento de los flujos de fondos constituye el único método de valoración conceptualmente correcto*»*,* y sostiene que «*lo relevante no es tanto lo que la ciencia económica pueda considerar “conceptualmente correcto” como lo que la normativa de auditoría establezca como adecuado*»*.* También afirma que «*las divergencias de unos y otros peritos sobre la corrección de la tasa de descuento aplicada… muestran la falta de fiabilidad del valor real determinado*»por descuento de flujos.

**16. La rentabilidad para los accionistas tiene poco que ver con el beneficio y con el ROE de un año determinado**

### **17. Los gestores de fondos y los analistas de bolsa aciertan aproximadamente un 50% de las veces**

Más bien, deberíamos decir que ellos mismos confían en que sus predicciones serán correctas alrededor de un 50% de las veces. Es obvio que si tuvieran confianza en acertar más de un 55% de sus predicciones[[31]](#footnote-31), no trabajarían a sueldo para un fondo o para una empresa de bolsa, sino que se instalarían por su cuenta con la expectativa de hacerse millonarios. Hay analistas y gestores que han hecho esto. También hay analistas y gestores de fondos que son muy buenos (analizados a posteriori), pero que, o bien no tuvieron el arrojo de independizarse, o no confiaban en su excelente trabajo posterior.

### **18. Se compran más empresas cuando están más caras**

La Tabla 16 muestra que el número y el volumen de operaciones de compraventa fue superior en 1999 y 2000, con las empresas más caras, que en 2001 y 2002, con las empresas más baratas. Claro que este argumento se puede invertir y decir que las empresas estaban más caras porque había más operaciones y más interesados en adquirirlas. Pero parece que lo lógico sería que hubiera más operaciones en los años en que los precios son más bajos.

## Tabla 16

Compraventas de empresas realizadas en España y en el mundo

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  |  | **1998**  | **1999**  | **2000**  | **2001**  | **2002**  |
| España   | Número de operaciones  | 375  | 883  | 813  | 706  | 625  |
| Volumen (millones de euros)  | 42.277  | 83.189  | 102.322  | 30.296  | 23.357  |
| Mundo   | Número de operaciones  | 20.547  | 24.032  | 26.663  | 22.282  | 18.766  |
| Volumen (billones de euros)  | 1,82  | 2,73  | 3,25  | 1,49  | 0,86  |

### **19. Comprar caro (pagar más que el valor) no es un éxito, sino una destrucción de valor para los accionistas**

En muchas adquisiciones parece que se pierde el sentido común y el objetivo termina siendo el comprar a cualquier precio. Esto provoca grandes pérdidas de valor para los accionistas. La Tabla 17 muestra la pérdida de valor para los accionistas de las empresas. Moeller, Schlingemann y Stulz (2003) (véase Tabla 17), muestran que este fenómeno fue particularmente acentuado en el período 1998-2001, en el que los accionistas de las empresas compradoras en Estados Unidos perdieron 239.954 millones de dólares por comprar caro.

## Tabla 17

Pérdidas para los accionistas de empresas compradoras

|  |
| --- |
| **Precio pagado por las compras Pérdida para los accionistas de la**  **Número de compras (millones de empresa compradora (millones de**  **Periodo de empresas dólares) dólares)**  |
| 1980-1990 2.182 482.604 -4.244  |
| 1991-1997 5.705 938.731 23.638  |
| 1998-2001 4.136 1.991.845 -239.954  |
| La pérdida es la diferencia entre la capitalización de la empresa compradora un día después del anuncio de la compra y la de dos días antes del anuncio.  |

 Fuente: Moeller, Schlingemann y Stulz (2003).

### **20. Ante el dilema entre “procedimientos científicos financieros”, “instituciones financieras de reconocido prestigio” y su sentido común, guíese siempre por el sentido común**

**Ejemplo.** El 12 de julio de 2001, el precio de la acción de Enron era de 49 dólares. Las siguientes líneas están extraídas de una valoración sobre Enron realizada por un prestigioso banco de inversión el 12 de julio de 2001.

*«Consideramos a Enron como una de las mejores empresas en la economía. Esperamos que las acciones de Enron reboten bruscamente en los próximos meses. Creemos que las acciones de Enron han encontrado sus mínimos y van a recuperarse significativamente a medida que se recupere la confianza de los inversores en la empresa y se disipen los conceptos erróneos acerca de Enron. Reiteramos fuertemente nuestra recomendación de compra de acciones con un precio objetivo para los próximos 12 meses de 68 dólares.*

*» Confiamos en la capacidad de la empresa para aumentar sus beneficios en un 25% anual durante los próximos cinco a diez años, a pesar de su ya amplia base de beneficios. Creemos que los inversores de Enron tienen una oportunidad única de invertir en una empresa con un alto crecimiento que tiene unos fundamentos que mejoran constantemente.*

*» Nuestro análisis de la suma de las partes refuerza aún más nuestra valoración de 68 dólares. Reiteramos fuertemente nuestra recomendación de compra de acciones con el precio objetivo de 68 dólares durante los próximos doce meses.*

## Tabla 18

Resultados históricos y esperados de Enron en 2001 según un prestigioso banco de negocios

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **Enron**  | **1994**  | **1995**  | **1996**  | **1997**  | **1998**  | **1999**  | **2000**  | **2001E**  | **2002E**  | **2003E**  | **2004E**  | **2005E**  |
| Beneficio neto (millones de dólares)  | 438  | 504  | 568  | 88  | 686  | 827  | 896  | 1.563  | 1.939  | 2.536  | 3.348  | 4.376  |
| Beneficio por acción (dólares)  | 0,83  | 0,91  | 0,91  | 0,87  | 1,00  | 1,18  | 1,47  | 1,85  | 2,25  | 2,75  | 3,52  | 4,47  |
| Dividendo por acción (dólares)  | 0,38  | 0,41  | 0,43  | 0,46  | 0,48  | 0,50  | 0,50  | 0,50  | 0,50  | 0,50  | 0,50  | 0,50  |
| Valor contable por acción (dólares)  | 5,15  | 5,65  | 6,64  | 9,27  | 9,95  | 12,28  | 13,94  | 15,47  | 17,99  | 21,02  | 24,79  | 29,47  |

*» Recientemente hemos subido de 0,05 a 1,85 dólares nuestra estimación del beneficio por acción para 2001, y estimamos 2,25 para 2002. Confiamos en la capacidad de la compañía para aumentar su beneficio a una tasa del 25% anual durante los próximos cinco a diez años, a pesar de su ya gran base de beneficio.»*

La Figura 12 muestra la conocida evolución del precio de la acción de Enron. Compruebe el lector qué pasó tras este informe de julio de 2001. **Figura 12**

Evolución del precio de la acción de Enron (dólares)



### **21. La mayoría de los matemáticos no son millonarios**

No se invierte mejor en bolsa realizando muchas operaciones matemáticas ni muy sofisticadas.

Si esto fuera así, habría muchos matemáticos (y varios profesores de finanzas) millonarios.

### **22. Valorar las acciones de una empresa no es muy distinto que valorar una vaca**

El valor de una vaca lechera en un momento determinado depende de las expectativas de producción de leche, de las expectativas de la calidad y del precio de la leche, y de las expectativas de la venta de los terneros que se espera que tenga en el futuro. Todas estas expectativas se resumen en las expectativas de generación de flujos debidos a la vaca que estamos valorando. Este valor se debe comparar con el valor de liquidación (obvio en el caso de la vaca). El valor de la vaca es el mayor de los dos: el valor actual de los flujos y el valor de liquidación.

### **23. El valor de las acciones depende de las expectativas de flujos y de la apreciación del riesgo de los mismos**

Y ambas son magnitudes no observables. Una anécdota del Premio Nobel Merton Miller (2000) a este respecto: *«Todavía recuerdo la tomadura de pelo que sufrimos Markowitz, Sharpe y yo por parte de los físicos y químicos en Estocolmo cuando admitimos que el fundamento de nuestra investigación, la rentabilidad esperada, no es observable. Nosotros tratamos de contraatacar recordándoles que el neutrino, una partícula sin masa, era sólo una suposición. Pero eso fue hace ocho años. En estos años el neutrino ha sido detectado».*

Por otro lado, no es fácil prever qué sucederá en el futuro. Como ejemplo, la Tabla 19 es una muestra de predicciones célebres.

## Tabla 19

Algunas predicciones célebres

“Viajar en tren a gran velocidad no es posible porque los pasajeros morirían de asfixia”. El científico Dr. Lardner, 1851.

"La teoría de los gérmenes de Louis Pasteur es una ficción ridícula“. Profesor de fisiología Pierre Pachet, 1872.

“El teléfono tiene demasiadas carencias para ser considerado un medio de comunicación”. Western Union International Memo, 1876.

“Los americanos necesitan el teléfono, pero nosotros no porque tenemos muchos mensajeros”. Ingeniero jefe del British Post Office, 1876.

“La radio no tiene futuro”. Lord Kelvin, presidente de la Royal Society, 1894.

“No pueden existir máquinas de volar más pesadas que el aire”. Lord Kelvin, 1895.

“Todo lo que se puede inventar ya ha sido inventado”. Charles H. Duell director de la U.S. Office of Patents,1899.

“Los aviones son juguetes interesantes, pero sin ningún valor militar”. Mariscal Foch, 1911.

“El parque mundial de automóviles no sobrepasará los 4 millones porque se acabarían los choferes”, 1921.

“Por mucho que avance la ciencia, el hombre nunca llegará a la luna”. Dr. Lee De Forest, el padre de la televisión, 1921.

"¿Quién quiere oír hablar a los actores en el cine?". H.M. Warner, Warner Brothers, 1927.

“Las acciones han alcanzado lo que parece un permanente alto nivel de precios”. Irving Fisher, Profesor de Economía de Yale, 16 de octubre de 1929.

"Evitaremos el absurdo de criar un pollo entero para comer sólo la pechuga o las alas haciendo crecer esas partes aisladamente en un medio adecuado”. Winston Churchill, 1932.

 “La televisión no será capaz de conseguir ningún mercado después de los primeros seis meses. La gente se cansará rápidamente de ver cada día la misma caja”. Zanuck, productor de Hollywood, 1946.

“Pienso que existe un mercado mundial de aproximadamente 15 ordenadores”. Tom Watson, IBM Chairman, 1943.

“En el futuro, los ordenadores no pesarán más de 1,5 toneladas”. *Popular Mechanics*, 1949.

“Me alegro de que sea Clark Gable y no yo el que fracase”. Gary Cooper, tras rechazar el papel estelar en “Lo que el viento se llevó”.

“La población crece en progresión geométrica y llegará un momento en el que no tendrá medios para su subsistencia, porque éstos crecen en progresión aritmética”. Malthus, 1798. Pero de 1820 a 1992, la población se multiplicó por cinco y la riqueza global por 40.

“Con más de 50 empresas extranjeras del automóvil vendiendo en Estados Unidos, no es verosímil que las empresas japonesas consigan una cuota de mercado importante”. *Business Week*, 1958.

“No nos gusta su música y la guitarra está en declive”. Discográfica Decca tras rechazar a los Beatles, 1962.

"Pero, ¿para qué puede servir eso?". Ingeniero de IBM sobre el microchip, 1968.

“Yo no veré a una mujer como *Prime Minister*”. Margaret Thatcher, 1974.

“No hay ninguna razón por la que alguien quiera tener un ordenador en casa”. Ken Olson, *chairman* y fundador de Digital Equipment, 1977.

“640 Kbytes deberían ser bastante para cualquiera”. Bill Gates, 1981.

"Pagar 100 millones de dólares por Microsoft es demasiado". IBM, 1982.

“En diez años, habrá menos de 1 millón de móviles”. McKinsey, 1983.

“Dentro de cinco años no habrá “empresas de Internet”: *todas* las empresas serán de Internet”. Presidente de Intel, 1999.

### **24. La correlación entre las bolsas ha aumentado mucho**

Como ejemplo, la Figura 13 muestra la evolución de la correlación[[32]](#footnote-32) de la bolsa española con el índice norteamericano S&P 500. Se aprecia un gran aumento en la correlación en los últimos quince años. **Figura 13**

Evolución de la correlación entre la bolsa española (Índice Total de la Bolsa de Madrid) y la bolsa norteamericana (S&P 500). Correlación calculada con datos anuales de los últimos diez años

6

-0

,

4

-0

,

-0

,

2

0

,

0

0

,

2

0

,

4

0

,

6

,

8

0

,

1

0

1950

1970

1960

1990

2000

1980

Correlació

n

**25. Muchas valoraciones de empresas contienen errores de método, de sentido común...**

Fernández (2008)[[33]](#footnote-33) enumera y clasifica 201 errores en valoraciones de empresas. La mayoría de estos errores proceden de las valoraciones, de los pleitos y de los procesos de arbitraje en los que el autor ha participado[[34]](#footnote-34).

1. [↑](#footnote-ref-1)
2. [↑](#footnote-ref-2)
3. [↑](#footnote-ref-3)
4. Capítulo 2 de Fernández, P. (2004), «Valoración de Empresas», 3ª edición, Ediciones Deusto/Gestión 2000. [↑](#footnote-ref-4)
5. Otros flujos para las acciones son la recompra de acciones y los derechos de suscripción. Sin embargo, cuando se producen ampliaciones de capital que dan origen a derechos de suscripción, las acciones bajan de precio en una cantidad próxima al valor del derecho. [↑](#footnote-ref-5)
6. Esta fórmula es el modelo de Gordon y Shapiro. [↑](#footnote-ref-6)
7. [↑](#footnote-ref-7)
8. [↑](#footnote-ref-8)
9. [↑](#footnote-ref-9)
10. [↑](#footnote-ref-10)
11. [↑](#footnote-ref-11)
12. [↑](#footnote-ref-12)
13. [↑](#footnote-ref-13)
14. [↑](#footnote-ref-14)
15. [↑](#footnote-ref-15)
16. [↑](#footnote-ref-16)
17. [↑](#footnote-ref-17)
18. . [↑](#footnote-ref-18)
19. [↑](#footnote-ref-19)
20. [↑](#footnote-ref-20)
21. [↑](#footnote-ref-21)
22. El factor comunicación con el mercado no sólo se refiere a la comunicación y transparencia con los mercados en sentido estricto, sino también a la comunicación con: analistas, empresas de *rating*, entidades reguladoras, consejo de administración, empleados, clientes, canales de distribución, empresas asociadas, proveedores, entidades financieras y accionistas. [↑](#footnote-ref-22)
23. [↑](#footnote-ref-23)
24. Esta es la eficiencia débil. También existe la eficiencia fuerte y la semifuerte. El lector interesado en estos conceptos puede consultar el libro de Bodie, Kane y Marcus (2004). [↑](#footnote-ref-24)
25. Un chiste sobre los mercados eficientes. Dos economistas convencidos de la eficiencia de los mercados paseaban cuando vieron un billete de 50 euros en el suelo. Uno de ellos hizo ademán de agacharse para recogerlo, cuando el otro le dijo: “No te preocupes en cogerlo: si el billete fuera real, alguien lo habría cogido ya”. [↑](#footnote-ref-25)
26. Además, el apartado 3.5 de Fernández, P. (2004), «Valoración de Empresas», 3ª edición. Ediciones Deusto/Gestión 2000, muestra el caso de Sealed Air, una empresa con valor contable de las acciones negativo (-161 millones de dólares) y con valor de las acciones positivo (165 millones de dólares) y creciente. [↑](#footnote-ref-26)
27. Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 diciembre. [↑](#footnote-ref-27)
28. La valoración de empresas y la corrección de exámenes se parecen. ¿Qué pensaría el lector de un profesor de finanzas que, en lugar de corregir cada examen, los puntuara basándose en las notas que han obtenido los alumnos en cursos anteriores? Seguramente que era un vago. Pues valorar por múltiplos es como no corregir los exámenes. [↑](#footnote-ref-28)
29. Véase «Objetivo de la auditoría de cuentas anuales» en la introducción a la resolución de 19 de enero de 1991, del presidente del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, por la que se publican las Normas Técnicas de Auditoría. [↑](#footnote-ref-29)
30. Véase Anexo 2. [↑](#footnote-ref-30)
31. O confianza en fallar más del 55% de las veces. Para ganar mucho dinero, en este caso basta hacer lo contrario de lo que le resulta de su análisis (comprar cuando le resulta vender...). [↑](#footnote-ref-31)
32. Es la correlación de las rentabilidades. Si las bolsas se movieran al unísono (cuando una sube, la otra también), la correlación sería igual a 1. Si tuvieran movimientos contrarios (cuando una sube, la otra baja, y viceversa), la correlación sería -1. Si los movimientos de las bolsas no tuvieran ninguna relación, la correlación sería igual a 0. [↑](#footnote-ref-32)
33. Fernández, P. (2008), «201 errores en la valoración de empresas», Ediciones Deusto. [↑](#footnote-ref-33)
34. En este punto conviene recordar una frase de mi ilustre paisano José María Pereda: «La experiencia no consiste en el número de cosas que se han visto, sino en el número de cosas que se han reflexionado». [↑](#footnote-ref-34)