

# DE LA VALORACIÓN DE EMPRESAS A LA GESTIÓN DEL VALOR

por Fernando Gómez-Bezares y Javier Santibáñez

Publicado en *Las finanzas y la creación de valor. 50 reflexiones desde la economía financiera*, de Fernando Gómez-Bezares, Price Waterhouse, 1.998, págs. 183-190

Accionistas y directivos empresariales se han preguntado con frecuencia por el valor de la empresa o de alguno de sus componentes. Esta curiosidad ha venido determinada en ocasiones por el deseo de dar una respuesta acertada a una pregunta concreta: ¿a qué precio nos conviene vender o comprar un conjunto determinado de activos? Así planteada la cuestión, el problema de la valoración de activos resulta relevante para todas las transacciones en las que éstos se vean involucrados, habiéndose desarrollado una abundante literatura que hace referencia a la “selección de inversiones”, con el objeto de evaluar el interés de las diferentes inversiones o desinversiones. La idea central en la que se inspira este tipo de análisis es sencilla: habrán de acometerse aquellas decisiones que aumenten el valor de la empresa y rechazarse las que lo disminuyan; entre dos decisiones incompatibles tomaremos aquella que más valor aporte a la empresa. Las finanzas, tradicionalmente, se han ocupado de este tipo de evaluaciones, y las herramientas que han desarrollado han dado una aceptable respuesta a este tipo de problemas. Criterios de selección de inversiones, modelos de valoración de activos, modelos de valoración de opciones, etc. han dado lugar a una tecnología que, aun sabiendo que es mejorable, y que sin duda mejorará en el futuro, nos proporciona respuestas suficientemente aceptables en el momento presente.

La conclusión de lo anterior podría ser la siguiente: las decisiones de inversión o desinversión las evaluaremos por el valor que aportan a la empresa. Partiendo de aquí, algunos profesores de finanzas, consultores, accionistas y directivos empresariales han venido preguntándose, desde hace años, si esta forma de razonamiento no debería ser aplicable a todo tipo de decisiones en la empresa, orientando el conjunto de la gestión por el criterio de la creación de valor. Habrá que tomar decisiones en función del valor que tales decisiones crean.

Este tipo de planteamiento ha llevado a desarrollar el Value-Based Management (VBM), la gestión basada en el valor, que puede considerarse como una de las aportaciones fundamentales de las finanzas a la moderna gestión empresarial. Desde esta perspectiva, los conceptos

financieros de creación de valor interesan a todas las personas involucradas en la gestión empresarial, una parte importante de la forma de razonar y del lenguaje de los financieros pasan a ser de utilización común por todas ellas, las finanzas y la estrategia caminan juntas.

## El cálculo del valor

La teoría financiera se ha enfrentado desde hace bastantes años con un problema clave: buscar la forma correcta de calcular el valor de una empresa y de cada una de sus actividades. Si este problema se soluciona de forma satisfactoria, podremos saber qué actuaciones aportan valor a la empresa y cuáles no. Desde un punto de vista histórico suele citarse a John Burr Williams como el autor que definió el valor de la empresa como flujo actualizado de dividendos, en su obra de 1938. Esta idea ya estaba presente en la obra de Irving Fisher y en otros autores de la época, y fue después recogida y ampliada por Franco Modigliani y Merton Miller en los años cincuenta y sesenta.

Hoy en día existe un consenso generalizado sobre el tema. El valor de una empresa se obtiene poniendo en valor actual todo lo que la empresa va a generar en el futuro, y eso no es otra cosa que actualizar los dividendos esperados (nos referimos por igual a dividendos o devoluciones de capital). Alguien puede pensar que una empresa que no reparte dividendos también tiene valor, pero si analizamos el caso correctamente veremos que la decisión de no repartir dividendos se debe a que ese dinero se va a reinvertir en la empresa con la esperanza de unos mayores dividendos futuros, luego al final siempre habrá una esperanza de dividendos que justifique el valor de la empresa. También puede plantearse el caso de una empresa cuya actividad no tiene capacidad para generar un excedente de tesorería que permita el reparto de dividendos (ni hoy ni en el futuro), a pesar de tener un gran valor patrimonial; ¿cuál es su valor? La respuesta es sencilla: si continuamos con la actividad el valor de la empresa sería nulo (lo que nada genera, nada vale), si procedemos a su liquidación se generará un valor, y ése es el valor de la empresa. El lector puede plantearse otras cuestiones similares, y si razona correctamente debe llegar a la conclusión de que el valor de la empresa es el resultado de poner en valor actual el dinero, la caja, que se espera que genere para sus propietarios, es decir, los dividendos esperados.

Esta postura ha permitido superar antiguas discusiones sobre si se deben actualizar dividendos o beneficios. Aunque son bastantes los que se guían por el beneficio como criterio de decisión, éste ha sido claramente superado en la literatura contemporánea. El beneficio es un indicador de la capacidad de generación de fondos de una compañía, pero tomado aisladamente nos puede llevar a cometer errores. Así una empresa puede tener altos beneficios y carecer de liquidez para proceder a un reparto de dividendos, debido a que una parte importante de sus ingresos no se han cobrado todavía, y se encuentran en cuentas de clientes. Los que utilizan indicadores como el PER (Price Earnings Ratio), cociente entre el precio de una empresa y su beneficio, para decidir si una empresa está cara o barata, pueden cometer errores importantes si no se dan cuenta que no es lo mismo el beneficio que el flujo de caja disponible para el reparto de dividendos.

## Objetivo financiero

El conocimiento del sistema para calcular el valor de una empresa ha permitido que sea operativo el denominado objetivo financiero de la compañía: la empresa debe tratar de maximizar su valor en el mercado. Según esto valoraremos las diferentes actuaciones de la empresa por su previsible impacto en el valor de la misma. La definición de este objetivo cuenta con una larga tradición en la literatura financiera, y de una u otra forma, viene recogido en todos los manuales modernos, contando además con un importante soporte teórico. A nivel práctico va siendo adoptado por un número cada vez mayor de empresas, pudiendo servir como ejemplo el que esta idea ha sido fundamental en la elaboración del plan de los mil días del BBV, tal como lo planteó su Consejero-Delegado, Pedro Luis Uriarte, en la Universidad de Deusto hace aproximadamente un año.

En esta misma línea se manifiestan importantes consultores, como es el caso de Tom Copeland, Tim Koller y Jack Murrin, en su famoso libro sobre valoración "Valuation". Estos tres autores, con una buena experiencia de consultoría a muy alto nivel en McKinsey, sin olvidar la brillante trayectoria docente del primero en UCLA, mantienen que la maximización del valor de las acciones debe ser el objetivo principal para la empresa, y que esto es bueno para el conjunto de la economía en el largo plazo. Si las empresas se esfuerzan en aumentar su valor, a la larga esto se traduce en crecimiento y mejora de la situación económica. Concretamente Copeland, Koller y Murrin critican a Europa y Japón por no haber aceptado esto con la claridad que se ha hecho en Estados Unidos.

Cuando calculamos el valor de la empresa actualizando (o descontando) el flujo de caja disponible para dividendos a una tasa adecuada, estamos teniendo en cuenta muchas cosas. En primer lugar es importante observar que es una medida que se fija en el largo plazo, pues se descuentan flujos con un horizonte indefinido (en principio los correspondientes a todo el tiempo que pensemos que va a estar funcionando la empresa), y esos flujos serán el resultado de todas las políticas relevantes de la empresa en el largo plazo. Por otro lado la tasa de descuento considerará, no sólo el tipo de interés presente y futuro, sino también la prima por riesgo correspondiente a ese tipo de inversión. En consecuencia, marcarse como objetivo la maximización del valor de la empresa para los accionistas no es un objetivo parcial, sino un objetivo cuya medida resume muchas actuaciones. La variación del valor de la empresa es un buen indicador de su evolución económica.

Con frecuencia se ha querido ver la maximización del valor de la empresa como opuesto a los objetivos de otros grupos interesados en la marcha de la compañía (empleados, clientes, proveedores, entorno social, etc.), pero esto no tiene que ser así. El valor de la empresa es muy diferente del beneficio a corto plazo; está más relacionado con los resultados a largo plazo, y éstos no se pueden sostener sin el apoyo de todos los grupos antes mencionados. La empresa que maximiza su valor, si hace bien los cálculos y estamos en un mercado adecuadamente regulado,

estará contribuyendo a mejorar la situación de los grupos de su entorno y de la sociedad en general.

## **El VAN como criterio de decisión**

Una vez que hemos visto el interés y la posibilidad de valorar las empresas, nos toca plantearnos en cada decisión de inversión (o desinversión) si ésta sirve o no para aumentar el valor. El criterio que se utiliza, plenamente coherente con lo anterior, es el Valor Actualizado Neto (VAN). Su cálculo es sencillo: consiste en estimar los flujos de caja que va a proporcionar la inversión y descontarlos al coste de los fondos empleados (coste medio ponderado del capital); esto da lugar al Valor Actual (VA). Restando la inversión necesaria tendremos el VAN, que si es positivo indicará que la inversión aporta valor, y si es negativo nos avisará de lo contrario. Con este criterio podremos juzgar cualquier inversión, adquisición, fusión, desinversión, división...

Apliquemos lo anterior a una empresa que desea valorar la adquisición de otra compañía. Lo primero que deberá hacer es estimar los flujos de caja que tal adquisición va a proporcionar y el coste de los fondos que va a dedicar a la adquisición. Si actualizando los flujos esperados según el coste estimado, se obtiene un valor mayor que el coste de la adquisición, tal operación va a servir para aumentar el valor de la empresa y por lo tanto es una buena decisión.

De la misma manera una fusión se calificará de interesante si el valor de la compañía tras la fusión supera a la suma de los valores de las fusionadas, es decir, si se ha aportado valor. Aquí el mercado suele ser un buen juez. Cuando empresas que cotizan en bolsa se fusionan, podemos medir el éxito de la operación por la variación del valor bursátil (desde la suma de los valores de las fusionadas al valor de la empresa resultante), para evaluar si la decisión ha sido o no acertada.

Cuando se trata de estimar el valor actual, descontando flujos de caja, es frecuente que nuestra capacidad de previsión de tales flujos sea más limitada que el horizonte en el que previsiblemente se van a producir. Si esto ocurre suelen hacerse hipótesis simplificadoras. Tal es el caso de hacer una estimación detallada de los flujos de caja para el futuro más próximo, haciendo alguna hipótesis (como mantenimiento, crecimiento constante, etc.) para el futuro más alejado.

## **La gestión de la empresa como gestión del valor**

Pero si el criterio de creación de valor es importante para una serie de decisiones, tal como antes hemos comentado, parece claro que también puede utilizarse para valorar las diferentes

estrategias de la empresa, y en definitiva para tomar cualquier tipo de decisión. Serán buenas las decisiones que aporten valor.

Esto nos lleva a la gestión basada en el valor o Value-Based Management (VBM). La gestión se ocupa de buscar acciones que lleven a aumentar el valor y que serán aquellas que tengan VAN positivo. Si las estimaciones han sido correctas, los VANes positivos llevarán a aumentar el valor de la empresa en el mercado. Aparece así un nuevo concepto: el valor añadido por el mercado (Market Value Added, MVA, tal como lo denomina Stern Stewart & Co.). El MVA será la diferencia entre el valor de mercado del capital invertido en la empresa (fondos propios y ajenos) y su valor en libros, tal como afirman Copeland, Koller y Murrin. Si suponemos que el valor de mercado de la deuda coincide con su valor en libros, el MVA será la diferencia entre el valor de mercado de los fondos propios de la compañía y su valor en libros. Una empresa podrá medir el éxito en su gestión por el aumento del MVA.

Una forma de conseguir el aumento de valor es utilizar el valor añadido económico (Economic Value Added, EVA), que es una marca registrada por Stern Stewart & Co. El EVA lo podemos definir como la diferencia entre el beneficio operativo después de impuestos y el coste medio ponderado de los fondos empleados para producirlo. El EVA, a nivel de enunciado, coincide con el Economic Profit (beneficio económico) propuesto por Copeland, Koller y Murrin (idea que estos autores consideran que tiene por lo menos un siglo, atribuyéndosela a Alfred Marshall). Las decisiones con EVA positivo tenderán a aumentar el valor de la compañía.

En esta misma línea Fernando Gómez-Bezares y Juan Jordano proponían, hace algunos años, un análisis por medio de ratios en el que se estudiaba la rentabilidad operativa sobre activos y el coste de los fondos ajenos para, en función de la estructura financiera, llegar al beneficio sobre fondos propios. La comparación de esta magnitud con las exigencias de los accionistas nos permite valorar las diferentes decisiones. En aquel planteamiento se encadenaban diferentes ratios (en forma de pirámide) hasta llegar a los valores antes comentados, de manera que se puedan estudiar las repercusiones que las diferentes actuaciones tienen sobre dichos valores.

Medidas como el EVA, o el análisis por ratios, pueden ser interesantes para tomar algunas decisiones, pero hemos de tener en cuenta que, al final, sólo serán interesantes en tanto en cuanto nos ayuden a conseguir decisiones creadoras de valor, decisiones con VAN positivo, que es el criterio fundamental.

## Conclusión

El VBM es un proceso integrado para guiar las decisiones operativas y estratégicas hacia la creación de valor. Los decisores, a todos los niveles, han de tener la información y los incentivos para tomar decisiones creadoras de valor. A cada nivel la información deberá ser la adecuada para tomar las decisiones que permitan cumplir los objetivos de dicho nivel, y los incentivos deberán estar conectados con el cumplimiento de dichos objetivos. Por eso es importante que se definan objetivos adecuados, que sean utilizables en cada nivel (por ejemplo para un gestor de

compras un objetivo puede ser reducir los costes para unos estándares de calidad), y que sean coherentes con el objetivo global de maximización del valor.

Si está bien planteado, el VBM llevará a toda la organización a tomar decisiones enfocadas al aumento de valor. Este aumento de valor podrá plantearse como objetivo específico del nivel más alto de la gestión, así como base para sus incentivos. El problema viene cuando tratamos, a posteriori, de utilizar el aumento de valor para evaluar a los altos gestores. Si nos fijamos en la medida teóricamente más precisa, la variación del valor en Bolsa, podemos encontrarnos con que el valor se ve demasiado afectado por movimientos del mercado que caen fuera del control de la empresa. Quizá lo ideal fuera comparar el valor derivado de determinada actuación, frente al que se hubiera conseguido de no actuar así. Todavía más imprecisa puede ser la medición en el caso de las empresas que no cotizan.

Pero a pesar de los problemas de medición, el aumento de valor es actualmente una filosofía de gestión, que nacida en el mundo de las finanzas y soportada teóricamente por ellas, ha demostrado su aplicabilidad en campos aparentemente alejados de su lar originario, y superando sus angostas fronteras primigenias, se ha convertido en un útil instrumento de toda la gestión de la empresa.