¿Cuánto vale una empresa?

La historia económica está plagada de empresas que han caído por un cúmulo de errores en su valoración. La falta de experiencia y sensatez explican los fallos más habituales al fijar el valor de una compañía.



29 de enero de 2016 | Actualizado 13 de junio de 2024

En sus informes sobre los estados contables de una empresa los auditores suelen utilizar una expresión recurrente: "Las cuentas anuales consolidadas adjuntas expresan la imagen fiel del

©IESE Business School

patrimonio y de la situación financiera". Es lo que se decía, por ejemplo, de las cuentas de **Abengoa** en el informe anual de 2014.

Sin embargo, la realidad de esta multinacional española, que en noviembre de 2015 perdió la mitad de su valor en bolsa, era muy diferente de la que reflejaban sus cuentas. ¿Cómo llegó a bordear la insolvencia? ¿Qué errores se cometieron a la hora de realizar su valoración? ¿El informe de los auditores reflejaba realmente la situación de la empresa?

Un análisis más pormenorizado muestra que no. Para empezar, era casi imposible detectar la **deuda real** de la empresa, ya que al cierre de 2014 estaba integrada por 653 sociedades.

Por otro lado, se constata que el número de empresas que entraban y salían todos los años del denominado "**perímetro de consolidación**" de Abengoa era muy elevado, por lo que cualquier comparación interanual de sus cuentas es arriesgada. Sencillamente porque no se sabe qué se está comparando.

Y de ahí surge la gran pregunta: ¿cómo es posible que una empresa que disponía de 2.859 millones de euros en diciembre de 2014 en caja y equivalentes tuviera problemas menos de un año después?

Falta de oficio

Una cadena de errores en su valoración parece estar detrás de la caída de Abengoa. Y la mayor parte de estos errores se producen por falta de oficio, es decir, por falta de experiencia y sensatez.

Lo explicaba el profesor del IESE **Pablo Fernández** en la quinta edición de su libro *Valoración de empresas y sensatez*, y lo refuerza en *Valoración de empresas. Sentido común, complicaciones innecesarias y ficción*, el libro que acaba de publicar.

Para Fernández, estos **errores de cálculo o de método**, debidos a la precipitación y a las simplificaciones, se pueden pagar muy caros en una negociación o en el mercado financiero, como le ocurrió a Abengoa.

Para valorar una empresa son necesarios conocimientos técnicos, pero sobre todo hace falta tener mucho sentido común y hacerse preguntas que respondan a cuestiones obvias: ¿qué se está haciendo? ¿Por qué se está realizando la valoración de determinada manera? ¿Para qué y para quién se está haciendo? No contestar adecuadamente alguna de estas preguntas es la

©IESE Business School

causa de la mayor parte de errores, según el autor.

Valoraciones reales

El nuevo libro de Pablo Fernández proporciona al lector a) los conocimientos necesarios para comprender y utilizar los distintos métodos de valoración; b) las herramientas necesarias para analizar y valorar cualquier empresa por compleja que sea; y c) criterios para enjuiciar cualquier valoración de una empresa. Para ayudar al lector en la asimilación de los conceptos, el libro contiene figuras, tablas, ejemplos y comentarios de lectores a los distintos capítulos.

Según el autor, el único sistema con un mínimo fundamento teórico para valorar una compañía que no esté en fase de liquidación es el **descuento de flujo**. Este método se basa en el pronóstico detallado de cada una de las partidas financieras que generan flujos de caja positivos (ventas, desinversiones, reducciones de capital circulante, etc.) o negativos (pagos a proveedores y acreedores, al personal, impuestos, devolución de créditos, etc.).

La proyección de los **flujos de caja**, su distribución temporal y el **riesgo** asociado a los mismos, junto con las exigencias de **rentabilidad del accionista**, constituyen elementos clave en la valoración de una empresa.

Aunque el libro repasa otros métodos que se siguen utilizando con mucha frecuencia, como los basados en la cuenta de resultados, Pablo Fernández considera que son "conceptualmente incorrectos" y carecen de sentido en la mayoría de los casos.

Aparte del descuento de flujo, el único sistema de valoración que el autor considera válido es el que se guía por el **valor de liquidación**, pero este solo es aplicable cuando se compra una empresa con el fin de liquidarla.

El autor también aborda la forma de realizar una valoración a partir de la suma del valor de distintos negocios, los métodos más utilizados por los analistas según el sector al que pertenece una empresa y los factores clave que afectan al valor: crecimiento, rentabilidad, riesgo y tipos de interés.

El valor de la experiencia

Para realizar una buena valoración, el autor recomienda aprovechar la experiencia y comparar los datos con los de otras compañías similares o del mismo sector. Además, es

©IESE Business School

necesario poder hacer un análisis de la viabilidad y tener conocimientos de estrategia empresarial.

A lo largo del libro, figuran numerosas referencias a la actualidad o la historia económica más reciente: desde el análisis de la **prima de riesgo** (clave para determinar la rentabilidad de las acciones de una empresa) o las claves de la **valoración de un bono** del Estado hasta ejemplos de empresas de Internet que crearon falsas expectativas sobre su valor real y fueron devoradas por la **burbuja tecnológica** a finales de los años 90.

También se abordan episodios emblemáticos de la gran crisis financiera que todavía colea, como los de **Bankia** o **Lehman Brothers**, en los que conviene analizar cómo se realizó la valoración, cuáles eran las expectativas y las previsiones, y si se realizaron correctamente las proyecciones sobre la situación financiera y el comportamiento de estas empresas en los mercados de valores.

www.iese.edu/es/insight

©IESE Business School