

Perdiendo el juicio de la valoración

¿Cuánto vale una empresa? Pocos se atreverían a decir que tanto como su valor contable. Sin embargo, ésta es la opinión de dos magistrados que, siguiendo las Normas Técnicas de Auditoría, valoraron una de las compañías más grandes de España, próspera y en crecimiento, de acuerdo a este parámetro.

1 de septiembre de 2008

A la hora de determinar el valor de una empresa son muchas las técnicas aplicables. Los expertos en finanzas suelen convenir que el valor contable no es una buena aproximación al valor de las acciones, sobre todo al tratarse de sociedades absolutamente consolidadas y cuya actividad económica tiene un claro afán de continuidad. Sin embargo, dos sentencias dictadas en julio de 2008 sobre el valor de una de las principales empresas españolas contradicen esta lógica y, más allá de la técnica empleada, demuestran una "ausencia de sensatez".

En el artículo "[Dos sentencias con enormes errores de valoración](#)", el profesor del IESE [Pablo Fernández](#) explica cómo sendos magistrados llegaron a la "delirante" conclusión de fijar el valor de la compañía de acuerdo a su valor contable.

Lluvia de informes

La historia empezó en 2005, cuando unos accionistas minoritarios optaron por vender sus acciones y la empresa, ejerciendo su derecho de adquisición preferente, decidió comprarlas. Para establecer el valor de los títulos se encargó una valoración al catedrático y auditor de cuentas A. En su informe consideraba el valor contable de la empresa como "el más representativo del valor real de la acción", lo que arrojaba un valor de 5.404 millones de euros. En una revisión posterior, éste elevó la cantidad a 5.944 millones de euros (79,9 euros

por acción).

Un informe de los profesores de finanzas B y C contradijo este argumento. Más que al presente, este nuevo informe miraba hacia el futuro para valorar la compañía: "todas las empresas... cuentan con equipo directivo, marcas, relaciones con clientes y proveedores y sistemas organizativos, que forman parte consustancial de la capacidad que tiene la empresa para generar flujos (dinero)". Establecieron, por "descuento de flujos", el valor mínimo de las acciones en 14.005 millones de euros y un valor por acción de 196,4 euros.

Según este estudio, la relación valor real/valor contable sería de 2,4, inferior a la media de las empresas cotizadas en la bolsa española en aquel momento, que era de 3,7. La cifra se revela más conservadora si se compara con la media de empresas a nivel europeo (4,1) y mundial (4,74).

Tras un informe del catedrático y auditor de cuentas D, que calificó de "diagnóstico certero" el que elaboró su colega A, los profesores B y C elaboraron otro en el que reiteraban su posición. La comparación de las previsiones que éstos (B y C) realizaron coincidió con la realidad posterior en lo referente a beneficio neto, pero no en inversiones, elemento que se debe tener en cuenta a la hora de valorar la empresa. Ya que las inversiones, si son sensatas, serán beneficios en el futuro

Por su parte, el catedrático y auditor de cuentas D realizó una valoración por el método del activo real que no detallaba terrenos ni inmuebles y contaba con el despido de todos los empleados.

El 14 de mayo de 2007, una sentencia de la magistrada E establece el valor razonable de cada acción, siguiendo la opinión de los profesores de finanzas B y C, en 196,4 euros. El motivo por el que desechó los informes de los catedráticos y auditores A y D fue que éstos "realizan alusiones y consideraciones al valor del patrimonio del grupo para un supuesto de liquidación y no de continuidad de la empresa". Esta sentencia fue recurrida por la compañía.

Valoraciones "delirantes"

El resultado de este recurso fueron otros dos fallos que muestran, según el autor, una gran "falta de sensatez" por parte de los magistrados que las emitieron. La primera, fijó el valor razonable de las acciones en el valor contable de la empresa; la segunda revocó la sentencia de 2007.

La primera de ellas justificaba la decisión con argumentos como que 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". Asimismo, considera que "el informe de valoración por el auditor designado es acorde con los procedimientos reglados por las normas técnicas de la auditoría, [...] resulta suficientemente documentado y arroja un resultado que se sitúa plenamente dentro de los parámetros acuñados por las normas técnicas". Sin embargo, las normas técnicas de auditoría no dicen nada sobre el resultado de valoración. Estos son sólo dos de los argumentos esgrimidos para dictar esta "sentencia delirante".

Este Magistrado G se guió por los informes de los catedráticos y auditores de cuentas A y D. Éstos, no obstante, habían generado anteriormente literatura contradiciendo estos criterios. De sus publicaciones anteriores se desprende que el valor contable de una empresa tiene el defecto de no considerar a la empresa como un todo, como un ente generador de beneficios.

La segunda sentencia revoca la de la magistrada E. Para ello se ampara en que el "valor real [...] debe ser hallado no por cualquier experto en economía y empresa sino concretamente por un auditor", cuyo criterio rector de actuación deben ser las Normas Técnicas de Auditoría.

Así, el magistrado G sitúa la figura del auditor en el centro de la ecuación para sacar de la misma el informe académico: "La afirmación que se contiene en el dictamen [de los profesores de finanzas B y C] de que el método del descuento de flujos de fondos constituye el único método de valoración conceptualmente correcto no puede ser admitida, por cuanto lo relevante no es tanto lo que la ciencia económica pueda considerar 'conceptualmente correcto' como lo que la normativa de auditoría establezca como adecuado para estas valoraciones".

Son tantas las decisiones carentes de sensatez en este proceso que las preguntas que se pueden plantear son ingentes. Por ejemplo, ¿por qué estos dos Magistrados hicieron caso omiso de las evidencias de que disponían y que mostraban que el valor de otras empresas del sector era muy superior a su valor contable? ¿Por qué dos catedráticos de contabilidad y auditores establecieron el valor de una de las empresas más importantes de España en su valor contable? ¿Por qué contradijeron publicaciones anteriores firmadas por ellos mismos? La respuesta no parece fácil.

www.iese.edu/es/insight