201 errores que no debería cometer al valorar su empresa

Imagínate dar un valor negativo a las acciones de una empresa con un flujo de caja positivo. Este tipo de error es más común de lo que crees.

1 de mayo de 2008

En 2007, una auditoría llegó a la conclusión de que las acciones de una empresa aeronáutica tenían un valor negativo, a pesar de que los flujos previstos para los accionistas siempre eran positivos. No es difícil imaginar cuántos fallos se cometieron en el proceso. Y es que valorar empresas es tan importante como peligroso. Un error de cálculo o de método se puede pagar muy caro en una negociación o en el mercado financiero. Además, no hay un método único e infalible, y a menudo se obtienen resultados absurdos, como los que recoge el profesor del IESE Pablo Fernández en su libro "201 errores en valoración de empresas". El libro no pretende mofarse (se eliminan la mayoría de nombres o referencias), sino explicar, punto por punto, cuáles son los errores más comunes y las serias limitaciones de algunos métodos muy extendidos entre los profesionales.

Errores para todos los gustos

El primer capítulo del libro incluye trece valoraciones "memorables", que juntas suman ni más ni menos que cien errores. El primer caso es un buen avance. Se trata de una empresa de distribución analizada por dos expertos que llegan, por distintos caminos, a la conclusión de que el valor las acciones de una compañía es su valor contable, que además hacen coincidir con el valor de liquidación. La afirmación es, según Fernández, antológica. Decían que el valor de una empresa con ventas de 15.000 millones y beneficios de 600 millones es su valor de liquidación. Es decir, no valía más que lo que se obtendría vendiéndola en ese momento, sin importar lo que pueda ganar en el futuro. Error. El autor nos recuerda que

©IESE Business School

analizar una compañía es como valorar una vaca lechera. El resultado será el mayor entre dos opciones: el que se obtiene sacrificándola para vender la carne o cuidándola para que produzca leche. Además, no hay más que comparar el valor contable y el precio en bolsa de las empresas que cotizan en el mercado continuo puesto que no coinciden en ningún caso.

Los errores en la tasa de descuento, de los que se ocupa el segundo capítulo, también son frecuentes. La mayoría de valoradores admiten que la gente pueda tener expectativas diferentes sobre los flujos que producirá una empresa, pero no entendien divergencias en el riesgo percibido. La apreciación sobre el riesgo de los flujos (la tasa de descuento) ha de ser la misma para todo el mundo: la del CAPM (*Capital Asset Model Pricing*). No obstante, Fernández sostiene que uno de los procesos comunes, el cálculo de "betas" (factor de riesgo de la acción de una empresa) con datos históricos, es una fuente inagotable de errores. Además recuerda que las propias autoridades reguladoras reconocen las limitaciones del modelo CAPM, incapaz de explicar la rentabilidad de un activo, y que tan sólo se usa como método de referencia porque nadie ha formulado una idea mejor.

El libro también incluye los fallos en el cálculo de los flujos de caja de una empresa (capítulo 3). El autor recuerda que el flujo de caja tiene dos acepciones: para una empresa, es el dinero que sale de la caja; para los accionistas, es el dinero que les llega de la caja. Un error común, por ejemplo, es considerar el aumento de tesorería como flujo para los accionistas. Las inconsistencias y errores conceptuales (capítulo 4) son también frecuentes. En el libro aparece el caso de una empresa líder en la producción de aceite en Ucrania. La compañía registraba un gran volumen de ventas en Rusia, país en el cual tenía previsto construir una planta. Por ello, un tribunal de arbitraje analizó las acciones de la empresa. Un profesor que actuaba en calidad de experto aseguró que las futuras inversiones no podían tener ningún valor en el presente; si se considerara el valor del proyecto en la venta de la empresa, los propietarios sacarían provecho de él sin incurrir en ningún riesgo. Por tanto, esa futura inversión prevista no valía nada. El presidente del tribunal preguntó al profesor: "¿De verdad enseña usted esto a sus alumnos?". El error era, explica Fernández, no considerar los flujos procedentes de inversiones futuras.

El quinto capítulo está dedicado a los errores organizativos, estatutarios y de interpretación. Un ejemplo: confundir valor con precio. El valor siempre depende de las expectativas, y por tanto una empresa no valdrá lo mismo para un comprador que para otro. El precio es la cantidad de dinero que se paga tras una negociación o las dinámicas del mercado. Un comprador puede pagar menos dinero del que estaba dispuesto a invertir.

©IESE Business School

¿Cómo otorgar un valor a las acciones de una empresa?

Lo primero es tener unos pocos conocimientos técnicos y, sobre todo, mucho sentido común. Hay que preguntarse qué se está haciendo, para qué, por qué se hace de una determinada manera y para quién. Existen seis grandes métodos (capítulos 6 y 7). Fernández apuesta por los que consideran la empresa como una generadora de flujos de fondos y, por tanto, como un ente valorable como un activo financiero. Los dos factores clave son los flujos que se esperan en el futuro, y la rentabilidad exigida de las acciones. Un inversor pagará 100 millones de euros por una empresa si cree que en el futuro recuperará la inversión con una cantidad superior a la que obtendría con alternativas sin riesgo, como por ejemplo la compra de bonos del estado. A partir de ahí existen distintos métodos para aplicar este principio general, como el basado en el flujo de caja libre (FCF en sus siglas en inglés) y el coste del capital (WACC en sus siglas en inglés).

"201 errores en valoración de empresas" concluye con dos capítulos dedicados al método de valoración por múltiplos y a la valoración de marcas. Fernández explica que los análisis basados en múltiplos (como el PER o el EV/EBITDA) ofrecen resultados muy dispersos y cuestionables. Pero sí que son útiles como complemento para comparar empresas con resultados similares en la valoración por flujos.

Por su parte, la cuestión de las marcas es una de las más complicadas, puesto que las valoraciones siempre serán poco fiables. Aquí es, explica el autor, donde el valorador tiene que apoyarse especialmente en su sentido común. Algunos expertos lo han perdido de vista, como muestra el ejemplo de un profesor que llegó a concluir que el valor de una marca era tres veces su capitalización bursátil. Aun así, Fernández cree que los métodos de valoración de marcas más extendidos son interesantes, pero no tanto por el resultado final sino por el proceso. Es decir, no es muy significativo concluir que la marca del Real Madrid vale 155 millones de euros pero, para llegar a esa cifra, ha sido necesario buscar los impulsores del valor de la marca. Identificar esos potenciadores puede convertirse en una eficaz herramienta para la gestión de una empresa.

En definitiva, el libro insiste en que valorar acciones requiere, sobre todo, oficio, sensatez, experiencia y algunos conocimientos técnicos. La mayoría de errores se deben a la precipitación, a las simplificaciones o a la afición a las recetas. Y es que muchas veces el valorador no cuestiona el porqué de un método, o bien olvida las hipotésis que sustentan una teoría. Ocurre incluso en trabajos firmados por empresas de gran prestigio, porque el oficio

©IESE Business School

es propio de las personas y no de las organizaciones. "201 errores en valoraciones de empresas" es, en este sentido, un toque de atención y una herramienta imprescindible para los profesionales de cualquier sector.

www.iese.edu/es/insight

©IESE Business School