



**MILETI, Mabel**  
**BERRI, Ana María**  
**SCOCCIA, Ariel**

*Instituto de Investigaciones Teóricas y Aplicadas de la Escuela de Contabilidad*

## **UN EJEMPLO DE VALORACION INTEGRAL DE UNA EMPRESA**

### **1. INTRODUCCION**

Señalamos en nuestros anteriores trabajos sobre el tema que son diversas las motivaciones que pueden dar lugar a la necesidad de determinar el valor de una empresa en marcha. Entre los casos más comunes podemos nombrar: adquisición de la empresa por un tercero (compra del fondo de comercio) escisión, privatizaciones, alianzas estratégicas, oferta pública, fijación de prima de emisión, herencias y testamentos, decisiones acerca de la continuidad de la empresa, inclusive puede servir para decidir para una planificación estratégica, como podría ser el caso qué productos o líneas de productos comerciar, en qué tipo de negocios incursionar, etc.

Asimismo, y siempre con la intención de adentrarnos en el tema del valor empresa, hemos realizado un recorrido por los diferentes modelos de valuación que, a través del tiempo, aportó la doctrina. Comentamos y analizamos los distintos modelos propuestos, siguiendo su evolución a través de diferentes períodos: desde el modelo Dupont utilizado en los años 20; pasando por los modelos propuestos por la corriente normativa de los años 60 en la que lo importante estaba centrado en medir el resultado real a partir del concepto económico del beneficio; continuando con los modelos utilizados en la década del 70 basados fundamentalmente en el Beneficio por Acción hasta llegar a las décadas del 80 y 90 en las que se le comenzó a otorgar preponderancia a las expectativas de crecimiento de las empresas tomando como índices los beneficios y los flujos de fondos.

En función del examen de esos modelos adoptamos una clasificación de los métodos de valuación que los divide en: métodos basados en el Valor Patrimonial; métodos basados en la Información Bursátil, métodos basados en el Fondo de Comercio y métodos basados en el descuento de flujos de fondos.

A partir de allí nuestra investigación se centró en lo que podía actualmente aportar la Contabilidad a través de su Sistema de Información Contable. Como primer paso determinamos que los elementos que la Contabilidad proporciona para la determinación del valor real de una empresa no habían sido suficientes. Ello fue motivo de la recurrencia, en casi todos los modelos propuestos en el pasado, a indicadores financieros.

Carencia en el contenido de los Estados Contables y una arraigada concepción en la profesión sustentada en función de un criterio financiero de capital a mantener, útiles para determinadas cuestiones - distribución de utilidades, cálculos impositivos, movimientos de dinero - han sido, según nuestro pensamiento, las causas motivadoras de esta ineptitud.



## **LA CONTABILIDAD COMO HERRAMIENTA PARA LA DETERMINACION DEL VALOR EMPRESA.**

Teniendo presente que la regulación profesional vigente en nuestro país establece que un bien tiene valor para un ente cuando representa efectivo o equivalente o tiene aptitud para generar un flujo positivo de efectivo o equivalente – Resolución Técnica N° 16 – concluimos que el valor de una empresa está asociado a su posibilidad de generar futuros flujos de caja y a una correcta medición de los riesgos relacionados a éstos. Ello nos dio motivo para afirmar que los Estados Contables de publicación preparados de acuerdo a dicha normativa pueden contribuir, en una medida razonable, a determinar el valor de la empresa sobre la cual informan.

El tomar como parámetro el desempeño futuro de la empresa para medir su valor nos hizo reflexionar acerca de sus flujos futuros de caja que podrían estar determinados en función del crecimiento de las ventas, la inversión en capital de trabajo, la inversión en activos inmovilizados, el margen operativo en términos de caja – EBITDA - y la tasa efectiva de impuestos a los beneficios. Todos parámetros que puede brindarnos la Contabilidad, a través del Estado de Situación Patrimonial, el Estado de Resultados y la evolución de la situación financiera medida por el Flujo de Fondos

No obstante existen otros parámetros a considerar que no pueden ser tomados de la Contabilidad. Nos referimos al riesgo que significa el cálculo del costo del capital, entendido éste como el retorno que la empresa debe obtener para justificar el uso de sus activos, y la estimación de la duración del período de crecimiento. Respecto a este último cuantificador no dudamos en afirmar que el crecimiento de la empresa resulta un indicador indiscutible y obviamente estará marcado por el período en que la empresa se posiciona positivamente en el mercado mediante la utilización de sus estrategias y sus habilidades que le proporcionarán ventajas competitivas que le permitirán crear valor

Por otra parte, el resultado positivo de un ejercicio económico – el beneficio – no es suficiente para valorar una empresa dado que resulta insuficiente para determinar si la misma generó riqueza. Se hace necesario apoyarse en otro estado más objetivo: el Estado de Flujo de Efectivo.

Resulta así que recurrimos, en primera instancia, a una segunda herramienta: el Cash Flow o Flujo de Fondos, como los denomina nuestra normativa contable. Indagamos hacer acerca de los distintos tipos de cash flow que pueden calcularse y a través de un ejemplo numérico pudimos demostrar que una empresa a pesar de arrojar beneficios crecientes a lo largo de varios períodos anuales, sus Cash Flow resultaron negativos producto de las fuentes de financiación de terceros, que fueron las generadoras de fondos que permitieron cubrir las diferencias entre cobros y pagos.

Entre otras cosas tal hecho podría significar, la no existencia de fondos para el pago de dividendos. De donde dedujimos que el beneficio por si solo no es suficiente para afirmar que la empresa generó riqueza a lo largo del tiempo, se hace necesario contar, además, con cash flow positivos. Es de hacer notar que esta experiencia resultó de analizar hechos del pasado – comparamos resultados en tres ejercicios económicos -, es decir no hicimos proyecciones futuras, lo cual nos puso en otro camino de investigación



## CALCULO DEL VALOR EN BASE A MEDICIONES PROYECTADAS

Los resultados obtenidos nos indicaron entonces que la Contabilidad, por la información que brindan los Estados Contables, producto de la normativa vigente, resulta insuficiente para el cometido que nos propusimos: el valorar una empresa.

Si es importante y debe ser considerada la capacidad de la empresa para generar riquezas y ya en este punto nos atrevemos a decir: una empresa vale por su capacidad de generar beneficios futuros y el valorarla económicamente requiere proyectar los flujos futuros para determinar la generación de efectivo

Asimilando la tarea de valorar una empresa a la valuación de una inversión y trabajando con valores proyectados estimamos calcular el Valor Actual Neto de una empresa conjugando valores patrimoniales con flujos de fondos proyectados.

Indujimos que la determinación del valor de una empresa a un momento dado – considerada ésta como una inversión – dependería fundamentalmente de tres factores:

1. el valor de su Patrimonio al momento de la medición
2. su capacidad para generar flujos positivos de fondos
3. el valor residual patrimonial al cabo de los períodos computados

Respecto al primer factor mencionado – el valor del Patrimonio – no dudamos en afirmar que para la medición deberán aceptarse los valores corrientes con los reparos que esta afirmación pueda generar pensando en los activos fijos, pero siempre en la idea en que deberá elegirse para cada uno de los bienes a medir un valor lo más representativo posible de la riqueza que representan.

Mención aparte merecen los Intangibles no reconocidos en nuestra normativa – problema aún no resuelto por la profesión – que no inciden en el valor del patrimonio del ente aún cuando, sin duda, contribuyen a la generación de fondos.

El segundo factor a considerar: la capacidad para generar flujos positivos de fondos nos hace afirmar – y lo demostramos - que asociar el beneficio con la capacidad del ente para generar riquezas no es una verdad absoluta. Deben considerarse otros elementos.

Propusimos el recalcular el Estado de Resultado por el método de lo percibido y proyectarlo por una cantidad determinada de años, a una tasa de crecimiento. Luego habrá que descontar a esos valores proyectados al momento de la medición del valor de la empresa, lo que no es otra cosa que descontar los distintos flujos de caja a valores del presente. El problema y así lo hicimos notar es la elección de la tasa de descuento. La determinación de la tasa de crecimiento de los resultados requerirá de un estudio de la evolución de la empresa en el pasado teniendo en cuenta las expectativas futuras.

Obtenemos de este modo el flujo de fondos positivos descontados a la fecha de la medición, que representa un Intangible y simboliza la capacidad de la empresa de generar fondos positivos cuantificados.

El tercer factor considerado: el valor residual patrimonial al cabo de los períodos computados, resulta del cálculo de un Estado Patrimonial con lo que quedó al cabo de los períodos analizados. Tarea que también tiene sus problemas, como por ejemplo en el cómo estimar lo que habrá en existencia, o el estimar la composición y medición de determinados valores residuales patrimoniales..



Concluimos en nuestro anterior trabajo con una fórmula para determinar el Valor de la Empresa:

$$\text{VAN DE LA EMPRESA} = - \text{P.Neto Inicial} + \text{Flujo de Fondos (proyectado y desctdo.)} + \text{P.Neto Residual}$$

Procedimiento al que aplicando la fórmula del valor presente del interés compuesto quedará:

$$\text{VAN DE LA EMPRESA} = - \text{P.N.Inicial} + \frac{\text{Cash Flow}}{(1+i)} + \frac{\text{Cash Flow}}{(1+i)^2} + \dots + \frac{\text{P.N.Residual}}{(1+i)^n}$$

## APLICACIÓN EN UN EJEMPLO NUMERICO

Para la aplicación práctica de lo desarrollado conceptualmente elegimos una empresa a la que denominaremos AA con plena proyección futura, es decir que reúne las condiciones de empresa en marcha. La misma necesita conocer cuál es su valor comercial al 31-10-2006, para luego decidir su estrategia futura (posibilidad de fusionarse, vender su paquete accionario, etc.)

Para esto debemos contar con:

- El valor de su patrimonio al 31-10-2006
- El valor de sus flujos de fondos futuros, se escoge como representativo un lapso de 5 años de proyección.
- El valor residual de su patrimonio al cabo de los años de proyección

### SITUACIÓN PATRIMONIAL al 31-10-2006:

(expuesta según la normativa contable profesional vigente en Argentina)

<b>ACTIVO</b>		<b>PASIVO</b>	
Caja y Bancos	900.-	Cuentas por pagar	600.-
Bienes de cambio	700.-	Rem. y cargas soc.	<u>100.-</u>
Bienes de Uso	<u>900.-</u>	Total Pasivo	700.-
		<b>PATRIMONIO NETO</b>	<u>1.800.-</u>
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>2.500.-</b>	<b>TOTAL PASIVO + PNETO</b>	<b>2.500.-</b>

Nota: Para simplificar la ejercitación práctica, se aclara, respecto al Estado de Situación Patrimonial

- Se presenta sin notas a los Estados Contables, de manera que cada rubro aparece por su total, sin detallar en notas su composición.
- La presentación se realiza sin la correspondiente división de Activos y Pasivos en corrientes y no corrientes.



- Los Bienes de Uso figuran por su valor neto, es decir deducida la amortización correspondiente, la misma representa \$ 100.- atribuida en un 100% a Gastos de Comercialización.
- El Patrimonio Neto está compuesto por : Capital 1.000.- Reservas 79.- Resultados 721

**ESTADO DE RESULTADOS**, por el período 1/11/2005 al 31/10/2006:

Ventas	5.580.-
Costo Merc. Vendidas	<u>3.350.-</u>
Utilidad bruta	2.230.-
Gastos de Comercialización	800.- (incluye 100.- de amortización)
Gastos de Administración	<u>400.-</u>
Utilidad antes de impuestos	1.030.-
Impuestos 30 %	<u>309.-</u>
Utilidad después de impuestos	721.-

Nota: Se calcula un Impuesto a las Ganancias estimativo del 30 % aplicado sobre la utilidad, sin realizar ningún tipo de adecuación de la información contable a la impositiva.

**CÁLCULO DE LOS FLUJOS DE FONDOS PROYECTADOS**

Supuestos :

- Los ingresos y los costos se incrementan en un 28 % año a año, durante 5 años.
- Tanto las ventas como los costos y los gastos se cobran y se pagan al contado.
- La amortización del bien de uso es lineal, siendo el importe de \$ 100.- por año.
- La tasa de oportunidad del mercado es del 35 %
- La época es considerada de estabilidad y no hay cambio en los precios específicos de los bienes y servicios.
- Se trabaja con números enteros sin decimales.

Cálculos :

Año 2007 : Ventas x 1,28 : 7.142.- del mismo modo para cada uno de los años con exponencial  
 Año 2007: Costo de Merc. Vendidas : 3.350 x 1,28 : 4.288.- idem explicación anterior  
 Año 2007 : Gastos de Comercialización 800 – 100 (amort.) : 700 x 1,28 : 896 + 100 = 996  
 Año 2008 : Gastos de Comercialización “ “ : 700 x (1,28)<sup>2</sup> : 1.147 + 100 = 1.247  
 Año 2009 : Gastos de Comercialización “ “ : 700 x (1,28)<sup>3</sup> : 1.468 + 100 = 1.568  
 Año 2010 : Gastos de Comercialización “ “ : 700 x (1,28)<sup>4</sup> : 1.879 + 100 = 1.979  
 Año 2011 : Gastos de Comercialización “ “ : 700 x (1,28)<sup>5</sup> : 2.405 + 100 = 2.505  
 Año 2007 : Gastos de Administración : 400 x 1,28 : 512 : idem explicación ventas.



### FLUJO DE CAJA PROYECTADO

	Año 2007	Año 2008	Año 2009	Año 2010	Año 2011
Ventas	7.142.-	9.142.-	11.702.-	14.978.-	19.172.-
C.M.V.	<u>4.288.-</u>	<u>5.489.-</u>	<u>7.025.-</u>	<u>8.993.-</u>	<u>11.510.-</u>
Utilidad bruta	2.854.-	3.653.-	4.677.-	5.985.-	7.662.-
Gastos Com.	996.-	1.247.-	1.568.-	1.979.-	2.505.-
Gastos Adm.	<u>512.-</u>	<u>655.-</u>	<u>839.-</u>	<u>1.074.-</u>	<u>1.374.-</u>
Util. antes impuesto	1.346.-	1.751.-	2.270.-	2.932.-	3.783.-
Impuesto 30 %	<u>404.-</u>	<u>525.-</u>	<u>681.-</u>	<u>880.-</u>	<u>1.135.-</u>
Util. después imp.	942.-	1.226.-	1.589.-	2.052.-	2.648.-
+ Amortización	<u>100.-</u>	<u>100.-</u>	<u>100.-</u>	<u>100.-</u>	<u>100.-</u>
FLUJO DE CAJA	1.042.-	1.326.-	1.689.-	2.152.-	2.748.-

### FLUJO DE CAJA PROYECTADO Y DESCONTADO

	Año 2007	Año 2008	Año 2009	Año 2010	Año 2011
FLUJO DE CAJA	<u>1.042</u> (1,35)	+ <u>1.326</u> (1,35) <sup>2</sup>	+ <u>1.689</u> (1,35) <sup>3</sup>	+ <u>2.152</u> (1,35) <sup>4</sup>	+ <u>2.748</u> (1,35) <sup>5</sup> =
FLUJO DE CAJA	772	729	687	648	613 = 3.449.-

### CÁLCULO DEL VALOR RESIDUAL PATRIMONIAL

Para su determinación deberíamos tener en cuenta fundamentalmente qué ocurre a lo largo de los períodos planteados respecto al Patrimonio Neto. Es decir de qué manera evoluciona. Sabemos que partimos de un Patrimonio Neto de 1.800.- Muchas podrían ser las alternativas en cuanto a la distribución de utilidades, a la capitalización de dividendos, a la retención de ganancias, a la creación de reservas técnicas, etc. Las operaciones que modifican el Patrimonio Neto pueden ser innumerables. Es por ello que optamos por acotar el tema proponiendo una distribución de utilidades a lo largo de todos los años del 90% y una retención del 10 %. Bajo esta abstracción ninguna otra operación modificará la cuantía del Patrimonio neto.



Una vez distribuidas las utilidades al cabo de cada año, la composición del Patrimonio Neto será :

	Capital	Reservas	Resultados	Total
Año 2006	1.000.-	79.-	721.-	1.800.-
Año 2007	1.000.-	161.-	942.-	2.103.-
Año 2008	1.000.-	255.-	1.226.-	2.481.-
Año 2009	1.000.-	378.-	1.589.-	2.967.-
Año 2010	1.000.-	537.-	2.052.-	3.589.-
Año 2011	1.000.-	742.-	2.648.-	4.390.-

Cálculos :

Año 2007 :	reservas :	79 + 72 :	161.-
Año 2008 :	reservas :	161 + 94 :	255.-
Año 2009 :	reservas :	255 + 123 :	378.-
Año 2010 :	reservas :	378 + 159 :	537.-
Año 2011 :	reservas :	537 + 205 :	742.-

Se desprende de los cálculos anteriores :

Patrimonio residual al cabo del año 2011 será de \$ 4.390.-

Descontado a la fecha de la medición :  $\frac{4.390}{(1,35)^5} = 980.-$

Observaciones :

- Tanto el Patrimonio Neto al cabo del año 2006 como el que corresponde al año 2011, contienen utilidades no distribuidas, por lo tanto creemos oportuno no realizar ningún tipo de ajuste técnico ya que ambos poseen la misma composición cualitativa, y no deberían ser depurados de sus efectos.
- Entendemos no necesaria la exposición de la composición del Estado de Situación Patrimonial al cabo del año 2011, ya que se muestra la composición del Patrimonio Neto, ya que resulta de su diferencia.

#### VALOR INTEGRAL DE LA EMPRESA AA :

- PAT. NETO INICIAL	+	FLUJOS PROYECTADOS Y DESCONTADOS	+	PAT. NETO RESIDUAL
- 1.800.-	+	3.449.-	+	980.-

VALOR INTEGRAL DE LA EMPRESA AA : 2.629.-



## CONCLUSIONES :

- La propuesta de valorar una empresa en forma integral, conjugando valores patrimoniales con flujo de fondos, nos muestra la posibilidad de medir a un ente desde dos ópticas diferentes, su visión estática y dinámica, ésta última como creadora de valor.
- Bajo el ejemplo práctico planteado se observa que el supuesto de retirar el 90 % de las ganancias al cabo de cada año, juega en contra a la hora de calcular el valor de la empresa, ya que repercute negativamente reduciendo los flujos de fondos proyectados.
- El considerar dentro de la fórmula los valores patrimoniales midiéndolos a valor actual, inciden de manera diferente dependiendo de la evolución que haya tenido el Patrimonio Neto.
- Como se observa en el ejercicio el término preponderante y significativo de la fórmula de valoración, lo constituye la suma de los flujos de fondos proyectados y descontados, ya que éstos representan la capacidad del ente de generar futuras ganancias.

## BIBLIOGRAFIA

ALVAREZ GOMEZ, Gonzalo Armando. Trabajo descargado de una página web Valor Empresa

FERNANDEZ, Pablo. "Valoración de Empresas: como medir y gestionar la creación de valor". Ediciones Gestión. Barcelona.2001

MILETI, Mabel, BERRI, Ana María, FANUCCI, Graciela, REIXACH, Sandra. "La investigación en Contabilidad y el Valor Empresa: su relación". Trabajo presentado en el 10mo. Encuentro Nacional de Investigadores Universitarios del Área Contable. Paraná (Entre Ríos). Julio 2004

MILETI, Mabel, BERRI, Ana María, FANUCCI, Graciela. "El valor empresa y la contabilidad". Trabajo presentado en las Novenas Jornadas Investigación en la Facultad de Ciencias Económicas y Estadística. Rosario. Noviembre 2004

MILETI, Mabel, BERRI, Ana María. "Los Estados Contables y el Valor Empresa". Trabajo presentado en el 11mo. Encuentro Nacional de Investigadores Universitarios del Area Contable. Posadas (Misiones). Julio 2005

MILETI, Mabel, BERRI, Ana María. "El Beneficio y el Cash Flow: dos herramientas para valorar una empresa". Trabajo presentado en las XXVI Jornadas Universitarias de Contabilidad. San Isidro (Buenos Aires). Octubre 2005

MILETI, Mabel, BERRI, Ana María. "La Contabilidad en la determinación del Valor Empresa". Trabajo presentado en las Décimas Jornadas Investigación en la Facultad de Ciencias Económicas y Estadística. Rosario. Noviembre 2005.

MILETI, Mabel, BERRI, Ana María. "El valor actual neto de una empresa". Trabajo presentado en las XXVII Jornadas Universitarias de Contabilidad. Paraná (Entre Ríos). Octubre 2006.

MILETI, Mabel, BERRI, Ana María. "El reconocimiento de la normativa profesional vigente como guía para el cálculo del valor de una empresa". Trabajo presentado en el 16º Congreso Nacional de Profesionales en Ciencias Económicas. Rosario. Octubre 2006.