

¿CUÁNTO VALE MI EMPRESA?

Hay ocasiones en la vida de una empresa en las cuales el empresario requiere hacer una valoración de su negocio. Esta circunstancia puede darse en distintas situaciones, como en una oportunidad de fusión, ante la necesidad de la venta o ante una oferta de un comprador, amén de que los cánones tradicionales recomienden realizar valoraciones con cierta asiduidad para poder medir el incremento de valor de la empresa, o dicho en otros palabras, el rendimiento del capital del accionista.

Y es en estas ocasiones cuando suele darse una circunstancia tan frecuente como particular, y es el hecho de que el valor objetivo* de una compañía (*aquel establecido por un agente independiente) diste bastante del valor que esperaba el “vendedor”.

¿Porqué hay tanta diferencia entre el valor esperado y el valor ofertado? Lejos de recurrir a tópicos como la ley de la oferta y la demanda o el juego de la negociación, se puede advertir que los métodos tradicionales de valoración de empresas, si bien reflejan los principales aspectos económicos a valorar en una compañía, también es cierto que en muchas ocasiones no recogen aspectos intangibles de difícil cuantificación y prácticamente nunca contemplan elementos solo trascendentes para el vendedor, aunque después en muchas ocasiones, estos elementos acaben repercutidos dentro de la prima de emisión.

Existen diversos métodos de valoración que tienen por objeto determinar un valor objetivo de la empresa, el cual no tiene porque equivaler necesariamente con el precio de transacción, pero que sí que debe permitir identificar cuánto de menos vamos a pagar o qué plusvalía estamos dispuestos a asumir en una operación.

Pero volviendo al título, ¿cómo se cuánto vale mi empresa? Si recurrimos a los métodos tradicionales, basados en la lectura de los estados financieros (Balance y Cuenta de resultados), obtendremos un valor neto (VN) de la empresa al que podemos añadir unos flujos de caja futuros (existen diversos métodos de cálculo) y/o aplicarle un ratio multiplicador en función de su sector (esta última -el empleo de multiplicadores- es una técnica de uso habitual, aunque también de dudosa justificación)

Sin embargo existen otras maneras de enfocar la valoración de un negocio, una de ellas consiste en valorar distintos elementos por separado, fundamentalmente nos referimos a: el inmovilizado, el fondo de comercio, el balance y la cuenta de resultados, el conocimiento, “los otros beneficios” y el valor emocional.

Entrar en detalle en los métodos de valoración de cada uno de los elementos es una tarea que requiere de mucha más extensión de la que permite un artículo, pero sí que intentaremos hacer una aproximación a los principales criterios de valoración.

El inmovilizado

El punto de partida para la valoración del inmovilizado es disponer de un inventario del mismo, que a modo de cuadro de amortizaciones, refleje el valor de adquisición, la fecha de compra y la amortización acumulada, así como el criterio de amortización contable empleado.

Con ello dispondremos de la valoración contable del inmovilizado. Sin embargo este valor no suele ser siempre válido como referencia debido a que puede distorsionarse (al alza o a la baja) principalmente por dos factores: *La vida útil real de los bienes* (el criterio contable puede haber amortizado demasiado pronto, o muy dilatadamente según el caso, es aquí donde se debería hablar de recursos ociosos, etc. Así mismo si existen bienes amortizados completamente pero a los que todavía se les puede dar uso, debería contemplarse su valor residual), y *el estado tecnológico de los bienes en relación a las necesidades competitivas del negocio* (maquinaria desfasada respecto a las nuevas técnicas disponibles, que exigirá una reinversión o propiedad de tecnología exclusiva y de vanguardia).

El Fondo de Comercio

Sin duda uno de los elementos tradicionalmente más difíciles de medir. Puede enfocarse de distintas maneras, cuantificando la cartera de clientes, concesiones y contratos que generen derechos para la empresa en el presente y en el futuro, dando valor a contratos de distribución exclusiva, propiedad de marcas comerciales, etc..., o tomando como punto de partida el histórico de ventas de la actividad.

Como se puede apreciar, las maneras de cuantificarlo pueden ser muy subjetivas, pero uno de los elementos principales en los que debe fijarse el analista, y que en ocasiones pasa por alto, es *la propiedad real de la relación con el cliente*, que aunque muchos propietarios aseguren que es de la organización, resulta frecuente que sea de los comerciales, de dirección comercial, de dirección general/gerencia, o incluso de algunos trabajadores (familiares que consumen productos /servicios de compañías donde trabajan familiares suyos por mero hecho relacional)

La cuantificación del Fondo de Comercio es necesaria para poder realizar las previsiones de venta que determinen los flujos de caja a partir de los cuales calcular el retorno de la inversión a realizar, pero es preciso remarcar que el valor del fondo de comercio también variará en función a la situación coyuntural del mercado

(Por ejemplo: En términos generales no vale lo mismo la cartera de clientes de una empresa constructora en los años 2009/2010, que en el 2004).

La cuenta de resultados

Cuando se compra una empresa normalmente lo que compramos es el futuro de esa empresa. De ahí que si bien las cuentas de resultados de ejercicios anteriores nos pueden ofrecer una idea de su evolución, estabilidad y rentabilidad, lo mejor que nos ofrecen es la posibilidad de obtener la estructura de costes básica sobre la que construir las proyecciones a futuro.

Para poder obtener esta estructura el comprador necesitará el máximo desglose y detalle de las diferentes cuentas, y deberá identificar los puntos críticos que afectan al negocio, de tal manera que le permita construir escenarios de sensibilidad.

Respecto al balance, aquí nos remitiremos al análisis tradicional, siendo importante hacer hincapié en identificar la deuda de la compañía y conocer en qué consiste la misma.

El conocimiento

Aunque algunos analistas lo incorporan dentro del Fondo de Comercio, como inmovilizado intangible, en la práctica suele resultar dificultoso hacerlo. Por conocimiento se suele entender tanto la propiedad de patentes/fórmulas magistrales (que se pueden valorar también en el fondo de comercio), como el know-how de la empresa. El Know-how puede consistir en los procedimientos que permiten que la empresa tenga una mayor productividad y/o calidad que la competencia, en unas propiedades exclusivas del proceso de producción, un secreto bien guardado respecto a la cadena de valor, etc. Sin embargo, al igual que en el caso de la cartera de clientes, nuevamente nos enfrentamos al dilema de saber si ese know-how es propiedad de la organización o de los trabajadores de la empresa.

Como esto es algo difícil de cuantificar, a veces incluso por el propietario de la empresa, se suele recomendar la detección de los puestos estratégicos, de tal manera que al realizar las operaciones de compra-venta se garantice la permanencia inicial del personal que ocupa los puestos clave.

No obstante al valorar la empresa se debería calcular el coste de sustitución de ese personal como un plus añadido al valor de la organización (siempre y cuando el comprador no disponga de personal igualmente cualificado)

“Los otros beneficios”

Al analizar las cuentas de una empresa hay que ser capaces de discernir que parte del beneficio de la empresa se pierde a lo largo de la cuenta de resultados.

Esto se da habitualmente en la partida de salarios, cuando los socios trabajadores tienen un sueldo muy superior en comparación con el que tendría un empleado por cuenta ajena contratado para desempeñar sus mismas funciones. También ocurre con el uso de vehículos de empresa, la telefonía móvil, las cuotas de seguridad social de autónomos, comidas de empresa, y otra serie de beneficios que repercuten directamente en una mejor calidad de vida del empresario, pero que en muchas ocasiones no se contemplan dentro de su remuneración.

Es recomendable recalcular las cuentas considerando el impacto de estos elementos del gasto y ser conscientes de que son beneficios reales del “vendedor”, puesto que de no ser considerados, cualquier oferta realizada por el comprador corre el riesgo de resultar insuficiente y terminar paralizando la negociación.

El valor emocional

Y si hay un punto que no se contempla nunca en los métodos de cálculo que se emplean en la valoración de empresas, es el “valor emocional”.

El “valor emocional” es aquel valor intangible que se atribuye al sentimiento que la empresa genera en sus propietarios, y que le supone un importante freno ante cualquier mención de transacción. (Es sabido que algunos empresarios pueden llegar a considerarla como un “hijo”).

Sería muy aventurado decir que el “valor emocional” es igual al importe por el que un propietario está dispuesto a desprenderse del negocio menos la valoración “objetiva” del negocio, puesto esa diferencia sí que está claramente influida por la posición negociadora de las partes. Sin embargo, hay que ser conscientes de que la compra de un negocio puede tener que asumir una plusvalía importante en concepto de “valor emocional”, y aquí ya intervendrá el “valor estratégico” de la operación, que es aquel que puede admitir un sobre coste sobre el “valor objetivo” en función de las características estratégicas de la inversión.