

EL CONTABLE CURIOSO Y EL VALOR DE LA EMPRESA

LUIS GARRIDO MARTOS

Experto Contable

Este trabajo ha sido seleccionado para su publicación por: don Eduardo BUENO CAMPOS, don Sotero AMADOR FERNÁNDEZ, don Manuel GARCÍA-AYUSO COVARSI, don Juan MONTERREY MAYORAL, don Javier ROMANO APARICIO y don Enrique VILLANUEVA GARCÍA.

Extracto:

LA historia explicada por Lucas Garcilaso es un simple pretexto para plantear la dificultad práctica para valorar una empresa, mediante los diferentes métodos utilizados de forma más o menos generalizada.

El punto de inicio es la curiosidad personal de un contable por saber si el precio pagado, según una revista de información económica, por una determinada empresa, está justificado según las fórmulas explicadas en los libros. Ello, le llevará a hacer sus propias indagaciones y sus propios cálculos, tratando de aproximarse lo máximo al valor que ha sido fijado para dicha transacción.

Este recorrido por distintos métodos de valoración será también una senda de aprendizaje y de descubrimiento que le permitirá mejorar sus conocimientos sobre el tema de valoración de empresas, y concluir que el valor de una empresa, además de subjetivo, puede expresarse de diversas maneras, y que una sofisticada fórmula no necesariamente encierra más verdad que una fórmula sencilla, con la desventaja para la fórmula complicada que no siempre se dispone de suficiente información para poder aplicarla correctamente, y obtener así de ella las ventajas que supuestamente aporta sobre otras fórmulas o métodos más simples.

Si para Machado confundir valor y precio era cosa de necios, para Lucas Garcilaso, confundir fórmula de valoración y valor, podría serlo de ilusos.

Palabras clave: valoración de empresas, proceso de valoración, riesgos de la inversión y métodos de valoración.

Sumario

Ampliando conocimientos.

Importancia de los factores internos y externos.

El riesgo económico.

El riesgo financiero.

Ensayando otras fórmulas.

Corría el invierno del año 1997, cuando el personaje de nuestra historia, Lucas Garcilaso, se entretenía una tarde de sábado hojear una revista de información económica.

Un titular llamó su atención. «FLORENTINO PÉREZ PAGARÍA POR AUXINI NUEVE MIL MILLONES DE PESETAS». El propio subtítulo del artículo planteaba la pregunta: **¿Son 9.000 millones de pesetas un precio justo para Auxini?**

Lucas, contable de profesión, se quedó desorientado. ¿Acaso el valor de una empresa no está en su balance? En el balance de Auxini, hallarían la respuesta correcta.

Unos días más tarde, Lucas se hallaba en su trabajo enfrascado en sus cosas, cuando de pronto recordó que el Consejo de Administración se reunía a final de mes y que el gerente le había encargado preparar la documentación financiera habitual para presentar a los miembros del Consejo. «Ya sabes, el balance, la cuenta de pérdidas y ganancias, estado de origen y aplicación de fondos, control presupuestario, etc. No es que los miren,... pero si no los llevo me los piden».

Así que apartó los numerosos papeles que tenía sobre su mesa, sacó de un archivo la documentación entregada la vez pasada y se dispuso a actualizar las cifras de todos aquellos documentos.

Mientras anotaba las cifras de los diferentes epígrafes del balance, mentalmente analizaba la racionalidad y la evolución de las mismas. Los clientes han incrementado; hemos vendido más o ¿se están retrasando los pagos?

Las inversiones financieras en bancos han disminuido: lógico hemos invertido en nueva maquinaria, que, por cierto, había costado un dineral.

Así fue revisando las diferentes partidas del balance y haciéndose una cabal idea de la evolución financiera de su empresa en los últimos meses. Sabía por experiencia, que el gerente haría preguntas de las cuales esperaba respuestas correctas y claras. La gestión de la empresa la llevaba él; pero los «números»..., eso, era «cosa» del contable.

Pronto llegó al capítulo del inmovilizado y, de pronto, una luz se le encendió: los inmuebles estaban perfectamente registrados, pero a precios de adquisición. Lucas sabía que los inmuebles que poseía la empresa valían mucho más (no hacía muchos meses había tenido que pedir una tasación de los mismos para tramitar la hipoteca para la compra de la maquinaria nueva); también se percató que las máquinas, a pesar de haberlas amortizado de forma «uniforme», también deberían tener un valor de mercado distinto al que reflejaba la contabilidad. Esto no «cuadraba» con su idea de que el valor de la empresa lo reflejaba el balance. Pero... pensándolo mejor, no es solo el inmovilizado; en el circulante también

existen partidas que no reflejan su valor real: las existencias contienen materiales obsoletos; los clientes no presentan la dotación correcta para los clientes de dudoso cobro, etc. Existen partidas cuyo valor es nulo como los llamados «gastos activados o capitalizados» (recordar que estábamos en el año 1997).

También con los intangibles habrá que tener cuidado –¡exclamó!–.

Una marca podría tener valor o no. Imaginemos que el abuelo del dueño actual de la empresa comprara en su día una patente y los derechos de explotación de un sistema de contabilidad por decalco. En su momento dicho producto tenía un «hueco de mercado» que se materializaba en ingresos en la cuenta de explotación de la empresa, así que el abuelo dio órdenes a su contable para que activase el coste de dicha patente y los correspondientes derechos de explotación. Así se hizo y así se mantuvo en el balance hasta nuestros días; lo que sucede es que hace décadas que nadie compra material para llevar la contabilidad por este sistema.

La partida del balance siempre estuvo allí, pero es obvio que su valor actual es nulo. La empresa podría tener un derecho legal, pero sin ningún valor económico. Por supuesto, lo mismo pasaría si se tratase de una patente de papel secante para tinta, cintas de máquinas de escribir, libros rallados de contabilidad o cualquier otro producto que ya no se venda y, por lo tanto, no produzca ingreso alguno a la empresa.

Pero también podría suceder muy bien a la inversa; por ejemplo, la clientela de la empresa es un intangible que ni siquiera figura en el balance de la empresa y sin embargo no cabe duda que tiene valor económico. Una cartera de clientes activos genera ingresos por la venta a los mismos de productos o servicios y de esa venta o prestación de servicios se obtiene (normalmente) un beneficio. Si no hay clientes, tampoco hay ventas y, en consecuencia, tampoco beneficios. Es un intangible, que, en muchos casos, será el argumento de mayor peso para pagar por una empresa un precio superior al que dice su balance.

Todas estas reflexiones condujeron a nuestro contable curioso a la conclusión de que el balance, en el mejor de los casos, solo podía ser el punto de partida de la valoración de una empresa, pero en modo alguno, su valor real. Su primera idea del tema (el valor de la empresa lo dice el balance) se esfumó. Las cosas no eran tan sencillas.

Pero nuestro personaje, con una robusta voluntad forjada durante muchos años buscando diferencias y con una considerable paciencia adquirida en las largas reuniones que mantenía con el gerente explicando el estado de origen y aplicación de fondos y por qué teniendo beneficios la empresa tenía dificultades de tesorería, no estaba dispuesto a abandonar sus investigaciones.

Consultó algunos libros que conservaba de sus tiempos de estudiante y lo tuvo claro: el balance debe ser un balance modificado. Es decir, saneado de todas aquellas partidas cuyo valor sea inferior al que presenta el balance o que no tienen valor alguno, e incrementado en aquellas otras, que como los inmuebles tienen un valor real muy superior al que presenta el balance. Esto estaba definido en los libros como «valor contable ajustado», «patrimonio neto real», etc., y era el método de valoración que podía ofrecerle la contabilidad.

AMPLIANDO CONOCIMIENTOS

Después de consultar y leer algunos libros más, Lucas se acordó que hacía algún tiempo tuvo trabajando a sus órdenes en el departamento de contabilidad de la empresa, a un joven muy despierto que había estudiado empresariales.

Se llamaba Bernat y siempre presumía de haber tenido por profesor a un tal Güey; según él, uno de los mejores de la Universidad de Barcelona.

Así que sin pensarlo más llamó a Bernat, y con la excusa de saber cómo le iba en su nuevo trabajo (había promocionado a director financiero), quedaron una tarde después de salir de sus respectivas oficinas, para saludarse, tomar una copa... y sacarle la información que pudiera.

Llegó el día convenido y Lucas se había preparado mentalmente para hacer un montón de preguntas, aunque eso sí, procurando que no se notase mucho sus pocos conocimientos del tema. No estaba bien que alguien que había sido subordinado suyo se fuera con la impresión de que su antiguo jefe era un ignorante.

Después del saludo de rigor y hablar de cosas varias, Lucas pasó al tema.

Sin saber muy bien cómo lo introduciría, comenzó por referirse al nombrado profesor de Bernat, diciendo: «Bernat, tú siempre decías que en la Escuela de Empresariales habías tenido un profesor muy bueno. Quisiera saber, si entre las asignaturas que impartía este profesor tenías alguna que tratase sobre valoración de empresas. He estado leyendo algunos libros y me gustaría cambiar algunas impresiones contigo.... bueno, si a ti no te importa que hablemos un rato sobre ello».

A Bernat le cambió el semblante; no podía haberle sugerido un tema mejor. Hablar de su admirado y querido profesor Güey. No tardó ni un instante en contestar con fuerza y decisión. Mire señor Garcilaso (Bernat no había olvidado el tratamiento a su antiguo jefe), el profesor Güey me enseñó todo lo que hay que saber sobre valoración de empresas y otras muchas cosas más. Además de enseñarme todo lo que sé sobre contabilidad, análisis financiero, costes y temas fiscales, me transmitió amor por la contabilidad y las ciencias de empresa. Mi agradecimiento a este hombre no tiene límite y va desde lo profesional hasta lo personal; es verdad que es un poco duro con los alumnos, pero a mí siempre me trató bien y casi me atrevería a decir que, incluso, con un poco de cariño.

Bernat hablaba sin parar, con entusiasmo, pero de pronto se percató que su ex jefe no estaba interesado por las referencias de su antiguo mentor. Así que, acabó su parrafada y entró en materia recordando el mejor estilo de su querido y admirado profesor.

Mire Lucas (dijo con seguridad), la valoración de empresas es más un arte que una ciencia. Ya lo dijo un gran hombre, que también fue profesor de Empresariales (bueno, cuando se llamaba Escuela de Altos Estudios Mercantiles). Este hombre, se llamó Antonio GOXENS DUCH, y dejó escrito lo siguiente. «La valoración de un negocio en marcha es una tarea compleja, delicada y difícil. Se trata de valorar unas posibilidades futuras de renta. Algo incierto, variable y subordinado a una pluralidad

de factores, cuya influencia no puede valorarse con rigor a priori por ningún método estadístico-matemático; no se trata de una probabilidad, como tampoco puede reducirse el problema a una extrapolación de la curva de los beneficios anteriores, pues los beneficios de los años anteriores han sido el resultado de una conjunción de factores coyunturales con otros internos de la empresa y otros externos del mercado, cuya conjunción no se repetirá en el futuro»¹.

A Bernat le había salido «redonda» la introducción, y Lucas estaba auténticamente impresionado. No dijo nada, pero pensó, ...no me equivoqué, este chico vale!

De pronto, Bernat dejó de hablar, hizo una señal al camarero para que se acercara a la mesa y esperó. Cuando el chico uniformado con pantalón negro y chaleco rojo estuvo suficiente cerca le pidió otra copa de «lo mismo». Eran copas caras, pero no importaba; así demostraba a su antiguo jefe que su situación laboral y económica había mejorado bastante. Ahora tenía un «estatus». El lujoso reloj que lucía en su muñeca, su vestimenta, etc., no dejaba lugar a dudas.

Después de un breve intermedio, Bernat continuó. Mire Lucas, el valor de una empresa no es solo el valor de un conjunto de medios o de bienes. El valor de una empresa rentable vale más que la suma del valor de los elementos o derechos que contempla su balance.

Debo aclararle, que toda evaluación de empresa no es otra cosa que una estimación. No se puede pretender calcular el valor verdadero y definitivo de una empresa; por ello, se suele distinguir entre valor y precio, entendiendo por valor el resultado de un proceso de tasación y por precio el valor fijado en una transacción, cuando existe un comprador dispuesto a pagarlo.

En cuanto a objetividad del valor calculado es imposible llegar a una objetividad completa y válida tanto para la parte vendedora como para la parte compradora.

El valor de una empresa es siempre subjetivo. Una misma empresa tiene un precio diferente para individuos distintos, en base, claro está, a distintas percepciones del beneficio futuro y distintos intereses de cada uno de los compradores.

La compra de una empresa lleva implícito los derechos «políticos» de gestión y administración de la misma, si se posee la totalidad o la mayoría del capital. Estos derechos, a veces son difíciles de valorar en términos económicos, pero cada inversor los puede ponderar de forma diferente en cuanto a sus intereses concretos y expectativas personales.

Este hecho, puede hacer que en la práctica, un comprador esté dispuesto a pagar un precio superior al que resulta de una valoración técnica, o viceversa.

¿Acaso no ha oído hablar de la sinergia en las adquisiciones y fusiones de empresas? Algunos la llaman sinergia potencial², y la clasifican como, sinergia comercial, de producción, de dirección y

¹ Antonio GOXENS DUCH. *La determinación del valor de una empresa en explotación*. Enciclopedia de Contabilidad y Administración de Empresas. 5.º tomo. Editorial Giner.

² Principios de valoración de empresas. Documento número 1 de la AECA. Propuesta de una metodología.

financiera. Piense que algunas empresas cuando adquieren otras, no solo están diversificando y ampliando sus actividades: están también ampliando su cartera de clientes (a los cuales pueden ofrecerles los productos o servicios de las demás empresas del grupo), compartiendo recursos productivos y administrativos, centralizando funciones, además, claro está, de buscar una mayor rentabilidad de sus recursos financieros a través del trasvase de los mismos de una empresa a la otra. También están ganando dimensión, cosa que en algunos sectores es un factor clave para poder competir. ¿Cómo se valoran económicamente todos estos posibles beneficios de la adquisición de una empresa por otra?

El precio de las cosas depende de lo que alguien esté dispuesto a pagar por ellas y ello a su vez puede depender de que se sepa encontrar el comprador idóneo, así como despertar convenientemente su interés. Pedro NUENO (profesor del IESE) en su libro *Reflotando la empresa*³ dice: «lo que para uno no vale nada –y hasta puede tener valor negativo– para otro puede valer algo», y cita varios casos de empresas que estando en estado terminal fueron vendidas a sus propios competidores en condiciones ventajosas. Un ejemplo, es el caso de una empresa que tenía una división de fabricación de ascensores que tenía pérdidas, pero disponía de un parque de instalaciones respetable con un volumen de facturación por mantenimiento interesante. En un momento en que los líderes del sector percibían la necesidad de eliminar empresas competidoras y ganar cuota de mercado, un hábil negociador fue capaz de subastar la maltrecha división entre las empresas más importantes del sector. Obviamente, estas empresas estuvieron interesadas en pujar, dado que de esta manera eliminarían competencia y la compradora, ganaría cuota de mercado.

Otro de los ejemplos citados por el profesor NUENO, es el caso de una empresa del sector de pinturas navales, que supo interesar para su venta a una empresa de pinturas no introducida en el sector naval. En circunstancias normales dicha empresa no hubiese tenido interés alguno en adquirir el deteriorado negocio, pero convenientemente «negociado», la futura empresa compradora percibió como grave peligro la entrada en el mercado de un competidor fuerte. En estas condiciones, la empresa en venta pudo negociar su precio, no tanto relacionado con la salud económica de su negocio, sino como la oportunidad estratégica de la compradora de evitar la entrada a un competidor en el sector y entrar además en otro segmento del mercado.

Estimar el valor de una empresa, según algunos⁴, es una expresión resumida que significa estimar el valor de los derechos que sobre esa empresa tienen los poseedores del capital (propietarios o accionistas). Derechos de gestión, derecho a los beneficios (o pérdidas), y derechos al reparto del **valor de liquidación** o disolución, en el caso de discontinuidad de la misma. En este caso, el valor de la empresa sería igual al valor contable corregido menos costes de liquidación. ¿Costes de liquidación?, preguntó Lucas a Bernat. Sí, los costes de rescindir los contratos al personal, desmontar las instalaciones y dejar los inmuebles listos y preparados para la venta, ruptura de contratos con terceros, etc.

Sin embargo, la definición anterior parece más jurídica que económica, puesto que desde la perspectiva del economista, **el VALOR no es otra cosa que el grado de utilidad o aptitud de las cosas para proporcionar bienestar o para satisfacer necesidades.**

³ *Reflotando la empresa*. Pedro NUENO. Deusto.

⁴ *Cómo valorar una empresa*. André BARNAY y Georges CALBA. Fco. Casanovas. Editor.

Los economistas MODIGLIANI y MILLER, ambos Premios Nobel de Economía, definieron el valor de una empresa «como la suma del capital invertido más el valor actual de los beneficios económicos futuros», definiendo además, el «beneficio económico como el beneficio de explotación una vez deducido los intereses de oportunidad del capital empleado en el negocio».

El profesor ROJO dice que el valor de las cosas está asociado a tres elementos básicos:

1. La utilidad de los bienes para los usuarios de los mismos.
2. El coste de obtención de dichos bienes.
3. La escasez de los bienes y las expectativas subjetivas de un usuario en concreto, lo cual hacen del valor un concepto relativo.

Matiza no obstante, que dichos elementos han de ser conjugados en el mercado, normalmente a través de la oferta y la demanda.

El valor de una empresa se puede representar según el profesor ROJO, por la siguiente fórmula:

$$V = f (a; b; c;)$$

Los parámetros indicados en la fórmula, se identifican con:

- a) Beneficios esperados + valor residual o de liquidación.
- b) Inversión; valor sustancial; capital de funcionamiento.
- c) Intereses particulares que el comprador espera lograr.

Existen muchas fórmulas para valorar empresas, pero ninguna se considera satisfactoria del todo. Encontrará abundante literatura, pero no se confunda; la única, la auténtica, la aceptada académicamente, es el *cash-flow* descontado (*discounted cash-flows*, BERNAT hizo la correspondiente traducción al inglés). No pierda demasiado tiempo con todas las demás. Está bien conocerlas, pero no son útiles. No se aplican en la actualidad.

Piense no obstante, que valorar una empresa ante todo es un proceso; nunca la simple aplicación de una fórmula o de un método. Hay que dominar bien el método, pero también hay que conocer bien la empresa a valorar; cómo funciona, y cómo genera *cash-flow*, en definitiva, conocer cómo crea riqueza para sus accionistas. Según algunos, un proceso de valoración siempre tiene un *para qué, para quién, y en qué circunstancias*.

Aunque cada empresa debe ser considerada única por sus características peculiares, todo **proceso de valoración** debería seguir unas etapas y una metodología similar, aunque no existan unas normas únicas. Y decimos «debería» porque se están haciendo valoraciones que distan mucho de cumplir con los requisitos mínimos de rigor.

Algunos autores han establecido como etapas para la determinación del valor de una empresa, las siguientes ⁵:

1.º Conocimiento de la empresa y su cultura organizativa.

En esta etapa se realiza una primera aproximación a las realidades de la empresa a valorar. Se visitan sus instalaciones y se conoce su personal clave. También es importante conocer la opinión de personas que sin pertenecer directamente a ella, tengan relación con su actividad y sector donde se desenvuelve.

En palabras de BARNAY y CALBA «el conocimiento de la empresa, constituye un primer paso sin el cual toda evaluación puede quedar radicalmente falseada».

2.º Conocimiento de los responsables y puestos directivos.

Es generalmente aceptada –y valorada– la importancia de las personas que intervienen en la toma de decisiones empresariales a máximo nivel. Es importante conocer a estas personas y su vinculación con la empresa. (Socios, consejeros, asalariados, etc.). Para algunos autores, lo que hace ser una empresa pequeña o grande, débil o fuerte, son sus hombres y su equipo directivo. ¿Se podrá seguir contando con la colaboración de estos hombres después de la adquisición de la empresa?

3.º Conocimiento del negocio y su entorno.

Procediendo a recopilar toda la información necesaria para conocer y definir el negocio (o negocios) en que trabaja dicha empresa, así como las variables que le afectan como tal. Será necesario estudiar la evolución histórica y la situación presente, con el fin de evaluar su salud financiera.

El sector en que la empresa esté situada y de la economía en general del país o países donde desarrolla su actividad, así como el conocimiento de clientes, proveedores y competencia, es fundamental para una valoración correcta.

4.º Previsiones de futuro.

En definitiva, todas estas etapas tienen como finalidad primordial el diseño de un modelo que sirva para predecir, de forma razonable, el futuro del negocio que se está valorando.

Si admitimos que el valor de una empresa en marcha es **el valor presente de los beneficios futuros**, es obvio que la importancia de esta etapa hace de ella el punto crítico de toda valoración. Por eso, habrá que resaltar aquí la tarea del tasador como profesional que realiza un trabajo y emite una opinión (valor del negocio tasado), teniendo en cuenta la información disponible, pero que además, aporta sus conocimientos, experiencia y análisis lógico para cuantificar las variables que afectan y afectarán en el futuro a dicha empresa. Algunos consejos que ofrecen los expertos son los siguientes:

⁵ «Valoración de empresas para su lanzamiento a bolsa». Rafael J. FRANCO AVELLANAL. Publicado en *Análisis Financiero* en el número 49.

- Los beneficios habidos en los años anteriores y su tendencia nos darán un indicio de cuál puede ser el beneficio futuro de la empresa que deberá ser valorado. Sin embargo, un beneficio satisfactorio para el inversor es un concepto más amplio que el beneficio contable, puesto que la contabilidad no contempla el coste de oportunidad del dinero, ni el riesgo empresarial asumido.
- El volumen de personal influye sobre la estabilidad de la empresa. Cuanto mayor es el número de personas empleadas, tanto más fácil es la sustitución de las personas, incluidos los propios directivos.

A medida que la empresa crece y alcanza un mayor tamaño se desvincula de las personas que trabajan en ella. En una empresa pequeña o mediana puede haber «elementos clave» básicos para la continuidad de la empresa, porque conocen la técnica, conocen personalmente a los clientes, etc., que conviene no ignorar.

- Patentes, marcas y procedimientos técnicos propios deben ser valorados independientemente del resto de la empresa cuando permitan disfrutar de alguna ventaja competitiva, sea por un menor coste relativo en la producción o por un mayor precio de venta, correspondiente a un mayor aprecio de la clientela (calidad, imagen de marca, etc.). Si no se dan estas circunstancias, las marcas, patentes y procedimientos carecen de valor.

Debe tenerse en cuenta tanto la caducidad de estos derechos por imperativo legal, como la posibilidad de que la competencia consiga otros avances tecnológicos que anulen las ventajas de los propios.

- Si existen locales o inmuebles de propiedad deberán ser tasados (por separado) por un técnico. Si son de alquiler, se deberá tener en cuenta si existen «derechos de traspaso» sobre los mismos. Algunos expertos valoran las empresas separando el «valor de explotación», del valor del patrimonio inmobiliario. En el sector hotelero, por ejemplo, se diferencian habitualmente, el valor de los inmuebles o elementos tangibles y el valor del negocio hotelero como tal.
- El valor de una empresa depende fundamentalmente de su organización, de su clientela, de sus directivos, de sus equipos de trabajo, sus productos, su posición competitiva en el mercado y de sus buenas o malas perspectivas.

Al comprar una empresa no se compran elementos de explotación sueltos (valor sustancial); se compran elementos debidamente conjuntados y organizados para un fin determinado (producción económica) y entonces esos elementos adquieren un valor distinto (valor de rendimiento). Todo negocio, cualquiera que sea su índole, con independencia del valor de su Activo y de sus obligaciones reconocidas en su Pasivo tiene un valor económico –superior o inferior a aquel– que depende de la valoración actual de las expectativas futuras de renta neta o superbeneficio.

- Muchos especialistas consideran que todas las valoraciones están sesgadas, no pudiendo existir estimaciones precisas de valor en este campo, afirmando que no existen métodos

capaces de proporcionar dicha estimación, puesto que valorar empresas es un ejercicio de «mirar al futuro».

- Los modelos más complejos y sofisticados no producen necesariamente resultados más correctos frente a modelos más sencillos. Según muchos autores, a un modelo hay que pedirle coherencia en su elaboración y sencillez en su entendimiento. En cualquier caso, hay que entender bien el modelo de valoración que se aplica, sus limitaciones conceptuales, problemas en su aplicación, y la calidad de la información utilizada.

IMPORTANCIA DE LOS FACTORES INTERNOS Y EXTERNOS

El análisis de los factores internos y externos nos permitirá un mejor conocimiento de la empresa y de sus «posibilidades futuras». Estos factores son agrupados por la AECA en factores comerciales, técnicos, humanos, financieros, administrativos, jurídicos y fiscales.

Comerciales. Lugar que ocupa la empresa dentro del mercado, características de los productos y antigüedad de los mismos, porcentaje sobre las ventas que representa cada uno de los diferentes productos, clientela y políticas comerciales, grado de protección contra la competencia, evolución futura de las ventas, posibilidades de expansión, etc.

Factores técnicos. Capacidad de producción, grado de utilización actual de la misma, productividad, estado de las máquinas e instalaciones, experiencia y antigüedad en el sector, calidad de la tecnología disponible, etc.

Factores humanos. Los hombres, el equipo, la organización y las técnicas de gestión también forman parte del Fondo de Comercio. En este apartado la AECA recomienda tener en cuenta el coste ligado a la reorganización del factor humano, es decir, despidos, jubilaciones anticipadas, etc.

Factores financieros. Beneficio y *cash-flow* de los últimos 3 años y su evolución y comparación con otras empresas del sector. Endeudamiento actual y coste. Situación financiera y patrimonial.

Factores administrativos, jurídicos y fiscales. Forma jurídica, estatuto y pactos particulares, marco jurídico y fiscal, contratos y compromisos como garantías, hipotecas, asumidas por la empresa, pólizas de seguros, riesgos cubiertos, posibles riesgos y contingencias, etc.

Un esquema de referencia conceptual de dichos factores, llamados también factores políticos, económicos, sociales y tecnológicos (PEST) podría ser el siguiente ⁶.

⁶ Andrés FERNÁNDEZ ROMERO. *El autodiagnóstico de la pequeña y mediana empresa*. Asociación para el Progreso de la Dirección.

ANÁLISIS DE LA SITUACIÓN EXTERNA

La Oferta.

El producto.

- Cartera de productos.
- Innovación y vida técnica.
- Análisis de la competencia.
- Diferenciación y calidad del producto.

El sector.

- Características del sector.
- Competidores (actuales y futuros).
- Masa crítica/economías de escala.
- Estructura del sector.
- Posición en el sector.

Los factores de producción.

- El mercado de la mano de obra.
- Las Materias Primas y Auxiliares.
- La sub-contratación/externalización.
- Aprovisionamientos en general.

La Demanda.

El mercado.

- Tipo de mercado.
- Crecimiento potencial del mercado.
- Evolución de los hábitos del consumidor.
- Riesgos (concentración de clientes, proveedores, etc.).
- Barreras de entrada.
- Protecciones (contratos, patentes, etc.).

El entorno económico.

- Coyuntura económica.
- Legislación y políticas estatales.
- Inflación y tipos de interés.
- Previsión crecimiento económico.

El entorno socio-político.

- Tendencias demográficas.
- Tendencias sociales.
- Tendencias políticas.
- Evolución cultural y educativa.

ANÁLISIS DE LA SITUACIÓN INTERNA

Análisis Global.*Gestión Global.*

- Rentabilidad.
- Productividad.
- Expansión.
- Potencial financiero.
- Modelo de negocio.
- Imagen de la empresa.

Estilo de dirección.

- Forma jurídica.
- Estilo directivo.
- Información-comunicación.
- Participación del personal.

Estructura.

- Tipo de Estructura.
- Plantilla y Equipo Directivo.
- Clima laboral.
- Conflictividad del sector.
- Formación y motivación.
- Gestión de Recursos Humanos.

Análisis por Función.*Gestión comercial.*

- Política comercial.
- Fuerza de ventas
- Posición comercial.
- Investigación de mercados.
- Oferta de productos.
- Márgenes.

Gestión técnica.

- Proceso de fabricación.
- Técnicas y Métodos.
- Instalaciones y Equipos (y antigüedad de los mismos).
- Capacidad de producción.
- Utilización planta, equipo, y mano de obra.
- Flexibilidad-versatilidad.
- Duración de ciclo (plazo de fabricación).
- Valor añadido.

Gestión financiera.

- Equilibrio financiero.
- Capacidad de financiación.

- Previsiones financieras.
- Coste del capital.
- Ratios financieros.

El tiempo había pasado y tenían que dar por terminada la sesión. A Lucas le interesaba mucho el tema y Bernat parecía dominarlo a fondo. Pero eran las once pasadas de la noche y al día siguiente había que levantarse a las seis de la mañana. Así que Lucas levantó la mano y dirigiéndose al camarero pidió la cuenta. En breves momentos estuvo el chico con la nota en la mano. Lucas sacó la cartera para pagar, pero Bernat dijo «lo mío lo pago yo». Bernat, no estaba dispuesto a dejarse pagar las copas que había tomado; tampoco a pagar las de los demás. Lucas no obstante, insistió en pagar la cuenta completa. En definitiva, había sido él quien había concertado la cita. Era justo que pagase él.

Se levantaron de la mesa y se dirigieron a la calle. Bernat tenía el coche aparcado prácticamente en la puerta del local de copas. Un flamante BMW gris metalizado. Era, director financiero. Lucas, contable, se marchó caminando a buscar la parada de metro más cercana.

Lucas pensó mucho en los días siguientes sobre lo que Bernat le había dicho. Le había impresionado su dominio del tema. Ese profesor Güey tenía que ser realmente competente. Lo tenía oído también como conferenciante. A la primera oportunidad que tuviese, se apuntaría a alguna de sus conferencias y así podría conocerlo. Bueno, era difícil pensó; con sus largas jornadas de trabajo, no tenía mucho tiempo libre para conferencias... ni para nada.

Estaba en plena preparación de la auditoría del ejercicio 1996 (los auditores cada vez pedían más papeles), cuando llegó la Semana Santa. Unos días de descanso por fin. Los aprovecharía para pasarlos con la familia en una casa que tenían sus suegros fuera de Barcelona. Tendría tiempo libre para leer y para pensar sobre la valoración de empresas. Bueno, eso si su mujer le dejaba; según ella, eso solo eran tonterías, y la casa siempre precisaba labores de mantenimiento.

El viernes santo por la tarde, después de comer y una vez descargado el coche, colocadas más o menos las cosas y tomada posesión de la casa, Lucas sacó su viejo maletín, lo abrió y sacó una calculadora, una libreta rayada, y, por supuesto, el artículo que había despertado su atención sobre el tema de valoración de empresas.

Siguiendo las instrucciones de Bernat, había estudiado a fondo el método de los flujos de caja descontados. Solo necesitaba hacer una proyección de los fondos de caja durante 3, 5 ó 10 años, determinar un valor de liquidación al final del período (o de continuidad) y elegir una tasa de descuento «apropiada» y descontar todos estos flujos. Lo tenía remarcado en un libro «Los tres problemas básicos de la valoración se centran en la estimación de los flujos de caja, en la consideración del período de tiempo a lo largo del cual se va a considerar la vida de la empresa y en la elección de la tasa de descuento»⁷.

⁷ Documento número 1 de la AECA ya citado

Para asegurarse que lo aplicaría bien, había hecho incluso ejemplos calculadora en mano sacados de algunos de aquellos libros. En realidad, el método le pareció sencillo.

Así que se decidió a plasmar sus nuevos conocimientos en una cifra concreta: EL VALOR DE AUXINI. Cogió la revista, busco la página donde figuraba el artículo sobre Auxini, se acercó la libreta rayada, un lápiz y comenzó a tomar nota de los datos disponibles.

Empresa:	Auxini ⁸
Actividad:	Construcción de obras públicas
Antigüedad:.....	Fundada en el año 1945
Capital social:	5.200 millones de pesetas
Número de acciones:	5.200.000 acciones (valor nominal 1.000 pesetas)
Cifra de negocios:.....	57.000 millones de pesetas
Fondos Propios:	7.041 millones de pesetas
Beneficios:	1.200 millones de pesetas año (se suponen netos)
Valoración:	8.979 millones de pesetas el 100% de las acciones

¡ Horror! Los datos eran claramente insuficientes para aplicar el método de flujos descontado. El beneficio no era la magnitud adecuada para aplicar el método. Tampoco conocía las amortizaciones. Ello le podía haber permitido calcular el *cash-flow*, que aunque tampoco era correcto descontar (a juicio de varios autores), le acercaría más al flujo de caja.

La AECA lo había expresado bien claro: «en ningún caso se debe tomar la suma de las amortizaciones más beneficios como sustitutivo de los movimientos de caja» ⁹, aunque algunos autores, en tiempos más remotos, habían propuesto utilizar el *cash-flow* o conceptos equivalentes, como los Recursos Generados Netos ¹⁰, definidos de la siguiente forma:

BAlI (Beneficio antes de Intereses e Impuestos)

– Impuesto s/ BAlI

+ Amortizaciones

= Recursos Generados Netos (RGN)

⁸ Datos publicados en la revista *Dinero*. Núm. 692, del 31 de marzo de 1997.

⁹ Documento número 1 de la AECA. «Debe advertirse que en ningún caso se debe tomar la suma de las amortizaciones más beneficios (la versión real del *cash-flow*) como sustitutivo de los movimientos de caja...».

¹⁰ *Manual práctico de valoración de empresas*. E. SANTANDREU MARTÍNEZ. Eada Gestión.

En cuanto a la proyección, ¿cómo podía hacerla, con aquellos pocos datos?, ¿cuántos años debería incluir en el horizonte temporal?, ¿qué crecimiento debería aplicar a los beneficios?, ¿cuál podía ser el valor de continuidad de aquella empresa a diez años vista?, ¿cuáles las inversiones de Auxini en Fijo y en Circulante para los años próximos?

Estas preguntas, surgidas de pronto, como a traición, no estaban planteadas en los ejercicios que venían en los libros. En general, se limitaban al cálculo matemático del descuento financiero. Los libros explicaban muy bien cómo se aplicaba el método, pero decían muy poco de cómo se averiguaban los datos necesarios para aplicarlo. Algunos hablaban del plan de empresa. «Las proyecciones de flujos deben basarse y obtenerse del plan de empresa». ¡Llamaría por teléfono al señor Florentino Pérez, y le pediría el plan de empresa!

Y si disponía del plan de empresa ¿acaso podía estar seguro de que las previsiones se cumpliesen? Era evidente que no. «Los acontecimientos futuros solo pueden preverse con relativa seguridad», recordó Lucas, que una vez más consultó la Teoría General de Keynes, subrayando el siguiente párrafo: «el hecho más destacado es lo extremadamente precario de las bases de conocimiento en que han de basarse nuestros cálculos de los rendimientos probables».

¿Cuánta seguridad podía tener el señor Florentino Pérez al calcular los rendimientos probables de Auxini en el futuro? Bueno, según Keynes, «el estado de expectativas a largo plazo que sirve de base a nuestras decisiones, depende no solo de los pronósticos más probables que podamos realizar, sino también de la confianza con que hagamos la previsión». El señor Florentino Pérez no solo debía disponer de los datos (todos los datos). Además, su confianza en la apuesta de futuro que hacía, debería ser casi absoluta.

Bueno, quizás el señor Florentino Pérez se guardaba un as bajo la manga, o más de uno. Para comenzar, ya era propietario del 40% de la compañía, adquirida a través de la constructora OCP (antigua OCISA) al principio del año 1996, junto con los derechos de tanteo del 60% restante. Por lo tanto, debería disponer de información sobre la situación y resultados económicos de Auxini. Si participaba en la empresa con el 40% del capital y estaba interesado en el 100% debería ser porque el negocio iba «viento en popa» ¿Pero era esta su única carta escondida?

Según se ha publicado, el señor Florentino Pérez es un hombre sosegado, correcto, y cauto, que debió estudiar la operación a fondo. No sabemos si conocía la oferta de su competidora Sacyr, pero lo que sí debería conocer era la cartera de pedidos que tenía Auxini en aquellas fechas, cuantificada por la prensa en el equivalente a la cifra de negocios de un año; es decir, en 57.000 millones de pesetas.

Por lo tanto, con la compra de Auxini, el señor Florentino Pérez se llevaba también el beneficio (suponemos neto) de un año. Eso suponía un 62% del Fondo de Comercio que pagaba por Auxini, y por lo tanto, en poco más de un año y medio amortizaba el Goodwill.

¿Y estratégicamente? ¿Qué suponía Auxini para Florentino Pérez desde el punto de vista estratégico? A la luz de los hechos posteriores, la importancia de la compra de AUXINI no deja lugar a dudas, pues según se ha publicado, fruto de la fusión de OCP, Auxini, y Ginés Navarro, surgió ACS, clasificada en el año 2000 como la tercera constructora española con una facturación de 560.000 millones de pesetas.

Decepcionado de su intentona, Lucas decidió aprovechar el tiempo. Así que cogió uno de los libros que había llevado con él y se sumergió en sus páginas. Recordar conceptos financieros un tanto olvidados, le iría bien para aclarar ideas, y de paso mejorar su cultura financiera. Cálculo y significado del PER, inverso del PER, tasa de descuento, capitalización temporal, capitalización perpetúa, etc.

Al día siguiente, más descansado, e inspirado por sus últimas lecturas, Lucas retomó de nuevo el tema. El objetivo era calcular por sus propios «medios» (es decir, con sus propios conocimientos), el valor de Auxini. Estaba decidido a persistir hasta obtener una cifra satisfactoria. Y aunque no estaba seguro de que podría lograrlo, una vez más se enfrascó en ello.

De pronto, lo vio claro. Con los datos disponibles, podía aplicar la fórmula de la capitalización perpetúa. En primer lugar, debería obtener la tasa de interés o de descuento y esto se lo daba indirectamente el PER. ¿Que cómo calculaba el PER?

Lucas, hizo el siguiente planteamiento:

$$\text{Cotización de la acción} = 8.979.000.000/5.200.000 = 1.726173$$

$$\text{Valor de la acción} = 1,726173 \times 1.000 = 1.726,17 \text{ pesetas}$$

$$\text{Beneficio de la acción} = 1.200.000/5.200.000 = 230,76 \text{ pesetas}$$

$$\text{PER de la acción} = 1.726,17/230,76 = 7,4828$$

Inverso del PER = Rentabilidad exigida a las acciones de Auxini

$$\text{Inverso del PER} = 1/7,4828 = 0,13364 \times 100 = 13,364 \%$$

Con estos datos y el beneficio, ya disponía de la información necesaria para aplicar la fórmula de capitalización perpetúa. Aquella que decía que el valor era igual a la renta dividida por la tasa de interés. Cogió su calculadora y marcó rápidamente las cifras en las teclas (1.200/0,1364); instantáneamente, en la pequeña pantalla apareció la cifra mágica: 8.979,34 (millones de pesetas).

¡Eufórico con esta pequeña victoria, Lucas ya era imparable! Esto solo era un principio, pero suficiente para coger confianza. A partir de aquí, pensaba utilizar más su creatividad para calcular el valor de Auxini.

De entre la diversa literatura que había leído y consultado, Lucas había tomado nota de una cita: «UNA EMPRESA VALE MÁS QUE SU CAPITAL INVERTIDO, SOLO EN LA MEDIDA EN QUE GANA MAS QUE EL COSTE MEDIO PONDERADO DEL CAPITAL QUE UTILIZA»¹¹.

Esto era realmente interesante. La diferencia entre el valor de la empresa y el valor de su balance ajustado estaba justificada por la rentabilidad real obtenida y el coste del capital utilizado. A esta diferencia le llamaban algunos autores el «superbeneficio» o «beneficio capitalista».

¹¹ *Valoración. Medición y gestión del valor.* Tom COPELAND, Ti, KOLLER, Jach MURRIN. Ediciones Deusto.

Lo primero que había que hacer era calcular la rentabilidad financiera. Así que cogió una vez más su calculadora e introdujo $1.200 \times 100/7.041 = 17,043$. La rentabilidad de los recursos propios de Auxini era de un 17,043%, y en cambio su coste de capital tan solo de 13,364%. Existía un diferencial de 3,679%, que multiplicado por sus recursos propios era igual a 259,04. Esto a su vez dividido por 0,13364 era igual a 1.938 (millones de pesetas).

¿Pero qué diablos era esta cifra? Lucas tuvo que consultar alguno de sus libros: esa cifra era el *Goodwill* (o Fondo de Comercio) de Auxini. Es decir, la diferencia entre los recursos propios y el valor de la empresa calculado por los analistas, de manera que 7.041 (recursos propios) $+1.938$ (*Goodwill*) = 8.979 (millones de pesetas).

El Fondo de Comercio o *Goodwill* es el valor que tiene la empresa por encima del valor contable ajustado y pretende representar el valor de los elementos inmateriales que no figuran en el balance de la misma. Estos elementos, se suponen que aportan una ventaja competitiva respecto a otras empresas del sector (patentes, imagen de marca, clientela, liderazgo, etc.). El valor de todos estos elementos es recogido en la partida Fondo de Comercio, haciendo coincidir el valor patrimonial ajustado con el valor de mercado.

¿Cuántos años de beneficio capitalista contenía el *Goodwill*?

Pues muy fácil: $1.938/259,04 = 7,4814$ años (lo que venía a ser igual que el PER)

Bueno había un problema; ¿los recursos propios eran ajustados o no? Porque para que aquel valor tuviese sentido, los recursos propios tendrían que haberse calculado a partir de un balance ajustado. Desde luego no lo sabía, pero Lucas, dispuesto ya a llegar hasta el final dio por buenos los 7.041 millones como auténticamente representativos del valor neto real de Auxini. No pensaba molestar a Florentino Pérez por esa tontería.

La ventaja de utilizar fórmulas sencillas es que se puede ver fácilmente de dónde salen los valores y Lucas (aunque satisfecho con lo logrado) sabía que toda aquella entelequia dependía de la tasa de descuento. Con una tasa de descuento distinta (y con los mismos beneficios o renta) el valor de Auxini sería diferente. La llamada fórmula clásica del valor le permitía hacer un cálculo rápido y fácil, pero sobre todo le permitía reflexionar acerca de los valores que había utilizado. Desde luego, tenía dudas acerca de la cifra utilizada como renta. Más tarde pensaba volver sobre ello, pero ahora deseaba asegurarse que la tasa utilizada para el descuento era aceptable.

Volvió a consultar sus libros: la tasa de descuento será igual a una tasa base, equivalente a la rentabilidad de la deuda pública o valores similares, es decir, sin riesgo, más una prima de riesgo. Por suerte, además de libros, se había llevado diversas revistas de información financiera. En una de ellas pudo consultar los tipos de interés de la deuda pública. La deuda del Estado a diez años ofrecía una rentabilidad del 6,40% anual. La tasa de descuento utilizada en los cálculos anteriores era del 13,364%; inmediatamente dividió 13,364 por 6,40 y obtuvo 2,0881. Este era el multiplicador aplicado como prima de riesgo al interés base, de manera que si multiplicaba $6,40 \times 2,088$ venía a darle la tasa utilizada: 13,64.

Había un diferencial de 6,96 puntos, lo que incrementaba más del doble el interés de los títulos de deuda pública. ¿Sería razonable la prima de riesgo utilizada por los analistas en el cálculo del valor de Auxini?

¿Cuál era la situación de Auxini?

Según el artículo, la situación de Auxini era saneada, sin compromiso de deuda, con unos resultados que desde hacía varios años se situaban en torno a los mil millones de pesetas de beneficios anuales.

¿De qué depende el riesgo de una empresa, se preguntó Lucas?

Para algunos autores, la prima de riesgo «no es más que sentido común y observación de la realidad del entorno de la empresa, atendiendo a su pasado y proyectándose a su futuro». Fantástica definición pensó Lucas; parece realmente acertada; solo sentido común, y proyectar el futuro... Pero hay «alguien más» (le vino a la mente un famoso chiste de un humorista catalán).

En la mayoría de las definiciones, el «riesgo empresarial» se interpreta como *incertidumbre* en cuanto al potencial de pérdidas en el proceso de alcanzar los objetivos previstos por la empresa. Efectivamente, el empresario siempre corre el riesgo de no alcanzar los resultados esperados. El riesgo es inherente a la actividad de la empresa en la medida en que esta se enfrenta al futuro, un futuro cuya única certeza *a priori*, es que «el futuro siempre es incierto».

Algunos economistas distinguen entre riesgo e incertidumbre, entendiendo el riesgo como aleatoriedad con probabilidades conocidas, y la incertidumbre como la aleatoriedad sin probabilidades conocidas. En el caso del riesgo, podría aplicarse las técnicas del cálculo de probabilidades. Mientras que en la incertidumbre, no.

Consultó otras fuentes y leyó que algunos autores dividen el riesgo en riesgo económico y riesgo financiero.

EL RIESGO ECONÓMICO

El riesgo económico depende de la naturaleza de las operaciones que la empresa desarrolla y el mercado donde opera. Se expresa en función de la variabilidad de los beneficios que se obtienen o se espera obtener de la actividad empresarial o de la inversión concreta. Además de los factores específicos del sector, empresa, tamaño y ciclo, se contempla también el riesgo del país donde se invierte, considerándose factores directamente relacionados con el riesgo económico los siguientes:

- **Producto que se comercializa.** El riesgo se considera más o menos alto en función de la sensibilidad de la demanda. Cuando la demanda de dicho producto es muy sensible a la situación económica, el riesgo será mayor que en caso contrario. Dentro de este apartado debe contemplarse, la diferenciación del producto y las barreras de entrada de los posibles competidores. Por ejemplo, productos protegidos por patentes, exclusividad, grado de competencia en el momento de entrada al mercado, etc.

- **Estructura de costes.** Cuanto mayor sea la proporción de los costes fijos mayor será el riesgo económico, puesto que a corto plazo solo los costes variables son adaptables al nivel de producción o venta y, por lo tanto, las empresas con costes fijos altos tienen poca flexibilidad de adaptación a la demanda a la baja y, por lo tanto, mayor riesgo.
- **Número de clientes y proveedores.** Si la empresa depende de pocos proveedores y tiene pocos clientes, se considera que tiene un riesgo mayor que aquellas otras que tienen una clientela amplia y unas fuentes de suministros más diversificadas. La incertidumbre en los suministros de materias primas, elementos básicos, o producto elaborado necesarios para la marcha normal del negocio constituyen un elemento de riesgo.
- **Distribución del producto.** Facilidades y medios para vender el producto y ponerlo a disposición de los usuarios finales. Coste de comercialización y distribución.
- **Condiciones comerciales.** Estabilidad o inestabilidad de los precios de venta, plazos de créditos a clientes, nivel de impagados, plazo de crédito de los proveedores, etc.
- **Tamaño y antigüedad de la empresa.** El tamaño de la empresa se considera un factor de riesgo, en cuanto que la dimensión de la misma, se supone da estabilidad y continuidad a sus resultados económicos, ofreciendo al inversor mayor seguridad. Los años que lleva en el mercado permite hacer pronósticos con más fiabilidad que las empresas que no tienen historia o tienen muy poca.

Por eso, las empresas de nueva creación, o con una trayectoria temporal corta, son las que presentan una tasa de riesgo más alto.

EL RIESGO FINANCIERO

El riesgo financiero se debe a la forma en que la empresa financia sus inversiones y, en concreto, a la cantidad de recursos ajenos que utiliza para financiar la inversión, coste y plazo de devolución de los mismos.

Ante dos empresas iguales (menos en la estructura financiera) se admite que incorpora un mayor riesgo aquella que tiene más deuda (en proporción a los recursos propios), y a igualdad de deuda, aquella que tiene un vencimiento a más corto plazo (calidad del endeudamiento).

Uno de los libros que tenía sobre la mesa incluía una tabla de niveles o índices de riesgo ¹². Rápidamente buscó la página (página 104) y consultó la columna 2: un intervalo de multiplicador del riesgo entre 2 y 2,5 (sobre la tasa base) y correspondía a «servicios financieros y grandes empresas industriales y comerciales, líderes en sus sectores». Podía ser casualidad, pero un multiplicador de 2,088, parecía bastante correcto, de acuerdo con esta clasificación.

¿Se podía considerar Auxini líder dentro de su sector?

¹² *Valoración de empresas. Una introducción práctica.* Fco. LÓPEZ MARTÍNEZ. Deusto.

No lo sabía, pero era una empresa con una antigüedad en el mercado de más de cincuenta años, especializada en cierto tipo de obra pública como oleoductos, gaseoductos, construcción industrial, refinerías y metro. Con la adquisición de la misma, Florentino Pérez lograba situarse en quinta posición del *ranking* del sector. Ganaba tamaño y crecimiento, un valor indispensable para las empresas del sector.

No estaba satisfecho del todo, así que consultó con sus libros una vez más. Algunos autores recomendaban utilizar la fórmula o modelo CAPM (*Capital Asset Princep Model*), también llamado «Modelo de equilibrio de los Activos Financieros». Leyó con atención la fórmula y sus explicaciones. Pronto se percató de que esta fórmula tenía una «beta» que condicionaba el cálculo de la tasa final. ¿Cuál debe ser la beta para una empresa que no cotiza en bolsa? Se habían escrito muchas páginas sobre ello, incluso tesis doctorales, y las citas en la literatura especializada sobre las tasas de riesgo a utilizar son numerosas, pero tampoco este modelo convenció mucho a Lucas.

¿Qué es esa famosa beta? Una definición exacta le iría bien para aclararle un poco más las ideas. En uno de los libros que tenía amontonados sobre la mesa del comedor encontró lo que buscaba: «parámetro que mide el riesgo incremental que aporta una acción a una cartera de valores diversificada».

La beta, en resumen, es un indicador del riesgo propio de cada valor (cotizado) en relación con el riesgo del mercado. No es lo mismo, pensó, una inversión en una cartera de acciones diversificada convenientemente con valores adecuadamente elegidos, que una inversión en una empresa cuya única diversificación posible, son sus propias actividades.

Efectivamente, la empresa podría desarrollar diferentes actividades y disminuir así su riesgo económico, pues las posibles pérdidas de alguna o algunas de estas actividades podrían ser absorbidas por las ganancias de las demás y obtener todavía un resultado positivo, pero la inversión como tal no estaría diversificada, salvo que formase parte de una cartera compuesta por distintas inversiones en empresas diferentes, en cuyo caso sí podría ser tratada bajo la teoría de la «cartera óptima», como si de una cartera de acciones se tratase.

¿Y la prima de riesgo? ¿Qué dicen lo expertos sobre la prima de riesgo?

Pere VIÑOLAS dice en las conclusiones de su tesis doctoral: «La primera conclusión a retener es que el análisis de la prima de riesgo ofrece suficientes lagunas como para que haya que recomendar una extremada cautela en la aplicación de las conclusiones. El motivo de la cautela es múltiple: por un lado, los resultados son numéricamente muy dispares, **oscilando entre el 2 y el 8%**, un abanico excesivo para buscar aplicaciones prácticas. En segundo lugar, los resultados son medias de muestras muy dispares, con lo que los resultados en ningún caso son estadísticamente significativos. En tercer lugar, existen aspectos fundamentales no resueltos desde un punto de vista académico. Por ejemplo, si las medias utilizadas deben ser aritméticas o geométricas, o si la prima de riesgo debe ser calculada sobre las letras del tesoro o sobre los bonos a largo plazo. Como puede apreciarse, son demasiadas las lagunas estructurales, para ser concluyentes en las afirmaciones»¹³.

¹³ *La prima de riesgo en la bolsa española*. Pere VIÑOLAS SERRA. Tesis Doctoral. Universidad Complutense de Madrid.

Son numerosos los trabajos sobre el tema y también numerosas las cifras que se han publicado. Por poner un ejemplo, un estudio del profesor Pablo FERNÁNDEZ del IESE cita a 23 autores, todos ellos con sus respectivos intervalos de valor.

En conjunto, ofrecen valores desde 2,50 a 8,50%, coincidiendo en términos generales con las conclusiones del señor VIÑOLAS, es decir, con una oscilación de 6 puntos.

De otros autores, leyó cosas parecidas y cifras dispares, pero a Lucas le llamó especialmente la atención una historia que explica el profesor del IESE, Pablo FERNÁNDEZ. Mejor dicho, dos historias. La primera, la atribuye el señor FERNÁNDEZ a su amigo Guillermo FRAILE (profesor del IAE, de Buenos Aires). Este profesor bromea con sus alumnos, exponiendo un nuevo método para calcular la prima de mercado para las empresas familiares: el CQP (iniciales de ¿cuánto quiere papá?). Según el profesor Pablo FERNÁNDEZ, tiene poco sentido hablar de la prima de riesgo «del mercado», y mucho sentido, en cambio, hablar de la prima de riesgo de cada inversor y la de «papá» es la única relevante cuando es el dueño de la empresa.

La otra historia explicada también por el profesor FERNÁNDEZ, la titula «Regalo de cumpleaños del Profesor Termes»¹⁴ y comienza la historia de la siguiente manera: «con ocasión del cumpleaños de Don Rafael (que siempre ha manifestado su desconfianza hacia las betas calculadas con los datos del mercado) le hicimos en el IESE un regalo de broma: un martillo con una piedra y la siguiente nota: instrumento de precisión para calcular la beta del Banco Popular». La historia sigue con instrucciones precisas acerca de cómo debe hacerse funcionar el «instrumento de precisión». El método consta de siete pasos y son los siguientes:

- «1. Coja firmemente el martillo con la mano derecha y sujete fuertemente la piedra con la mano izquierda.
2. Golpee con vigor la piedra 1.357 veces.
3. Recoja los trozos que se desprendan.
4. Cuente los trozos.
5. Divida el número de trozos por la constante de Blas (765,322943).
6. Eleve el resultado obtenido por la constante de Chouls (1,03272).
7. El número obtenido es la beta apalancada del Banco Popular (Si el valor obtenido es superior a 3, es que usted es muy bruto..»)

A la vista de todo lo anterior, Lucas concluyó que debía continuar la investigación. Tomó otro de los libros y comenzó a buscar en el índice «tasa de descuento».

En uno de los capítulos, aparecía una amplia referencia al método de valoración de la UEC (Unión Europea de Expertos Contables). Tranquilamente y con calma leyó todo lo que hacía referencia a este método cuyo origen se remontaba al año 1955. Lucas tuvo la impresión de que mucho

¹⁴ *Guía rápida de valoración de empresas*. Pablo FERNÁNDEZ. Gestión 2000.

de lo que había leído anteriormente estaba basado en lo que decía allí, aunque no se citara de manera explícita. Buscó la tasa de descuento y leyó que la UEC calculaba la tasa de interés partiendo de una tasa base (también equivalente al interés de las inversiones sin riesgo) pero lo que le sumaba no era una prima de riesgo, sino un incremento en concepto de inmovilización de los capitales a largo plazo, argumentando que las inversiones en empresas no cotizadas en bolsa no tenían liquidez y las inversiones se comprometían a largo plazo. Esta tasa la fijaba la UEC en un 50% de la tasa base.

Esto le pareció lógico y coherente con lo que había leído en «Teoría General de la ocupación, el interés y el dinero», donde KEYNES habla de «la recompensa por desprenderse de la liquidez». «Es una medida –dice KEYNES– de la renuncia de quienes poseen dinero a desprenderse del poder líquido que les da».

En cuanto el riesgo propiamente dicho, la UEC no lo incrementaba en la tasa de descuento, sino que lo deducía de la renta a capitalizar, de manera que la renta capitalizada ya lo contemplaba, cuantificado este en un 30% de la renta base.

La finalidad de esta amputación del beneficio previsto, sería constituir una reserva con el objeto de preparar una protección contra las consecuencias del riesgo general de la empresa, enlazando así con la idea atribuida al escocés Adam SMITH, de integrar en la noción de beneficio una especie de prima de seguros, como contrapartida de los riesgos soportados por el empresario.

Esta opinión también era compartida por al AECA, expresada en el siguiente párrafo: «En cualquier caso, los tipos de descuento utilizados han de estar libres de las llamadas "primas de riesgo" ... el riesgo ha de ser contemplado en el propio proceso de estimación de los flujos de caja, nunca en los deflatores temporales que se construyen con ayuda de la tasa de descuento»¹⁵. «Es preferible tratar el factor riesgo descontando una reserva adecuada de los beneficios y no incrementando el tipo base de un coeficiente de riesgo normalmente bastante arbitrario»¹⁶.

Se puso manos a la obra y cogiendo su calculadora de nuevo, calculó la nueva tasa de descuento:

Deuda del Estado a 10 años	= 6,40	
Incremento tasa base 50%	= 3,20	
Tasa para la actualización o descuento	= 9,60	
Beneficio a capitalizar:		
Beneficio base.....		1.200 millones
Riesgo 30%.....		360 millones
Beneficio a capitalizar o superbeneficio.....		840 millones

Valor de Auxini = 840 / 0,960 = 8.750 millones de pesetas.

¹⁵ Documento número 1 de la AECA ya citado.

¹⁶ Métodos prácticos de valoración de empresa. Documento número 3 de la AECA.

La cifra no coincidía pero tampoco era tan diferente (el 97,45% de la cifra anterior). El 30% de riesgo era el porcentaje máximo. Si se ajustaba de forma conveniente el riesgo (al 28,17% en lugar del 30%), el valor resultante sería el mismo.

Además, existía un dato publicado interesante: la empresa constructora Sacyr (competidora de Florentino Pérez) ofreció por el 100% de las acciones de Auxini, 8.700 millones de pesetas. (*El País*, 13/03/1997).

«Todos los caminos llevan a Roma», pensó, Lucas. Quizás el valor de Auxini, no estaba tan mal calculado.

ENSAYANDO OTRAS FÓRMULAS

Entre los libros que Lucas introdujo en su maletín, tenía uno que hablaba del modelo OHLSON. Este modelo permitía (según el libro) obtener el valor de una empresa mediante la utilización de datos contables. Perfecto, pensó Lucas.

Con la poca información que disponía sobre el caso, este podía ser el modelo adecuado.

Este modelo trabaja con el concepto de «resultado residual» o «excedente limpio». Para llegar a este resultado introduce el concepto de resultado anormal, definido como «la diferencia entre el resultado contable del período y el que se obtendría invirtiendo los recursos propios de la empresa a su coste de capital».

Por consiguiente, si la rentabilidad de los recursos propios de la empresa era superior al coste del capital (como era el caso de Auxini), se obtendría un resultado anormal positivo. A Lucas no le sonó novedoso el concepto; ¿acaso este no era el concepto del superbeneficio de los Expertos Contables?

La fórmula que proponía dicho modelo era la siguiente:

$$\text{Valor de la empresa} = \text{Recursos Propios} + \left[\frac{\text{Persistencia (P)}}{1+k-P} \right] \times \text{BP}$$

Beneficios extraordinarios (BP): Beneficio a capitalizar una vez deducido el riesgo, menos los intereses de oportunidad sobre los Recursos Propios, es decir, el resultado residual o excedente limpio.

Persistencia (P): La persistencia trata en este modelo de cuantificar la duración del beneficio extraordinario. Los valores van de 0,77 a 1, según un estudio realizado para las empresas españolas para la época de los 90.

¡Bueno, exclamó Lucas! El modelo de OHLSON no deja de ser un método mixto de valoración dado que combina en su fórmula valores del balance y valores de la cuenta de resultados y esta es la principal característica de los métodos mixtos (esos métodos que ya se utilizan, pensó). ¿Qué le había dicho Bernat?

«No pierda el tiempo con los métodos que no se basen en el descuento de flujos». ¿Tendría razón su mujer? ¿Acaso estaría perdiendo el tiempo con todo aquello?

Al día siguiente, Lucas después de la sobremesa, sacó otra vez su calculadora y sus libros. Los puso encima de la mesa del comedor y volvió otra vez a retomar el tema. Quizás fuera una pérdida de tiempo, pero ya que había estudiado el modelo OHLSON con cierto detenimiento, ¿por qué no intentar aplicarlo para calcular el valor de Auxini?

Así que procedió a calcular el «beneficio extraordinario» de Auxini, del siguiente modo:

Renta a capitalizar (deducido el 30% en concepto de riesgo) = 840,00 millones

Coste de oportunidad: 9,60% sobre 7.041 millones = 675,94 millones

Beneficio extraordinario = 164,06 millones

Para expresar la persistencia del beneficio tomó el valor de 1 (valor máximo), dadas las características de la empresa, su antigüedad en el mercado y la estabilidad del beneficio.

$$\text{Valor de Auxini} = [1/(1,096 - 1) \times 164,06] + 7.041 = 8.750 \text{ millones de pesetas}$$

¡Eureka! Resultaba un valor exactamente igual que el cálculo anterior. Inmediatamente se puso a analizar la coincidencia y rápidamente se percató de que con el valor de 8.750 resultaba un *Goodwill* de 1.709 millones de pesetas y ese era exactamente el resultado de la primera parte de la fórmula empleada por el modelo de OHLSON, es decir: $1/0,96 \times 164,06 = 1.709$ millones. Si a ese importe se sumaba el valor de los recursos propios de la empresa, se obtenía el valor total resultante de 8.750 millones.

Lucas comenzaba a sentirse satisfecho con la investigación, pero todavía no estaba dispuesto a darla por terminada. Así que cogió uno de los libros que explicaba un método de valoración llamado «**el modelo de beneficio económico**», aunque más popularmente conocido por las siglas EVA (*Economic Value Added*), traducido al castellano como «valor económico añadido», pero como el nombre de EVA es una marca registrada a favor de una firma consultora, algunos autores evitan utilizar dicho término.

Según algunos, los orígenes de este método los podemos encontrar en los escritos del economista Alfred MARSHALL, quien en el año 1890 escribió: «El remanente de la ganancia neta, luego de deducir el interés del capital invertido a una tasa de interés corriente, podría ser llamado como la ganancia real, o el beneficio del empresario o del director».

En otras palabras: el beneficio económico (de ahí el nombre del modelo) es igual al diferencial entre la rentabilidad y el coste del capital, multiplicado por el capital invertido.

El concepto era reiterativo. Claro que si MARSHALL lo había dejado escrito en el año 1890, quizás este era el concepto original y los demás lo habían incorporado después.

El modelo económico o «valor económico añadido» (en su versión básica) utiliza la siguiente fórmula:

$$\text{Valor de la empresa} = \left[\frac{I \times (R_f - K_a)}{K_a} \right] + I = \text{Beneficio neto}/K_a$$

Donde: I = Inversión (Recursos Propios)

R_f = Rentabilidad financiera Recursos Propios

K_a = Coste del capital

Es decir:

$$I = 7.041$$

$$R_f = 17,043$$

$$K_a = 13,364$$

$$\text{Valor de Auxini} = 7.041 \times (17,043 - 13,364)/13,364 + 7.041 = 8.979,33 \text{ millones}$$

Este método arroja un valor igual a la fórmula de capitalización perpetúa como puede comprobarse, coincidente con el valor fijado para Auxini.

Después de este ensayo, Lucas pasó a aplicar el método de la UEC (Unión de Expertos Contables). Este método era fruto del trabajo de una Comisión de Expertos constituida en el seno de la UEC para estudiar la problemática de la valoración de empresas. Le habían advertido de que dicho método estaba en desuso, pero, no obstante, puestos a probar, quiso probarlo.

El método lo llamaron «método de la duración temporal del *Goodwill*, haciendo intervenir los intereses compuestos».

Para este método se publicaron dos fórmulas; la llamada fórmula perfeccionada, es la siguiente:

$$W = K + an \times (R - i.W)$$

Donde: W = Valor buscado de la empresa

K = Valor sustancial

R = Renta futura

n = Número de años para la amortización del *Goodwill* (entre 3 y 8)

an = Valor actual de una renta pagadera a plazo vencido n veces

El valor de an se obtiene:

$$\frac{(1+i)^{n-1}}{(1+i)^{n \times i}}$$

Y el valor de la empresa se puede calcular de la siguiente manera:

$$W = K + R \cdot \frac{an}{i \cdot an + 1}$$

Esta fórmula fue criticada por algunos autores, entre ellos, BARNAY y CALBA¹⁷ e incluso según parece la propia UEC llegó a rechazarla por considerar que no es realmente equitativa para el comprador y el vendedor. Según dichas críticas, esta fórmula de valoración resulta siempre más ventajosa, para el comprador. Por esta razón, BARNAY y CALBA en su libro recomiendan utilizar la segunda fórmula propuesta por la UEC.

$$W = K + an \times (R - i \cdot K)$$

Es casi la misma, pero con una diferencia que tiene su importancia en el valor final: la tasa de interés «i» se carga solo sobre el llamado valor sustancial, mientras que en el caso anterior, la tasa de interés «i» se aplica al Valor Global (W).

Aplicando esta fórmula al caso de Auxini resulta lo siguiente, si tomamos como duración del *Goodwill* 8 años, es decir, el tiempo máximo admitido según la UEC, y como tasa de descuento el 9,60%:

$$W = 7.041 + 5,4135 \times [1,038 - (0,096 \times 7.041)]$$

Valor de Auxini = 9.000 millones de pesetas

¡Esto es una barbaridad, exclamó Lucas! El valor sustancial no es el valor de los recursos propios.

Cierto. El valor sustancial fue definido por la UEC como la masa de bienes del activo funcional valorados a precios de reposición. Representa la inversión que debería efectuarse para constituir una empresa en idénticas condiciones a la que se está valorando, sin incluir en dicho valor todos aquellos bienes que no están directamente vinculados con la explotación de la empresa. Según la UEC, de este valor no debe deducirse el pasivo exigible, argumentando este proceder de la siguiente manera: «No hay lugar para deducir del valor sustancial los elementos del pasivo, porque la financiación constituye un problema en sí que no afecta en forma alguna a la evaluación del activo existente. Si el valor sustancial fuese amputado a causa del importe de las deudas, esto se traduciría en diferencia de valor según se haya financiado el negocio»¹⁸.

No obstante, no existe unanimidad de opinión entre los expertos sobre la elección del valor sustancial bruto (tal como lo hemos definido), el valor sustancial neto, obtenido una vez deducido el pasivo exigible; e incluso, algunos recomiendan utilizar los llamados capitales permanentes necesarios para la explotación del negocio, concepto introducido por A. BARNAY y G. CALBA¹⁹.

¹⁷ *Cómo valorar una empresa*. André BARNAY y Georges CALBA.

¹⁸ *Evaluación de empresas y partes de empresas*. Unión Europea de Expertos Contables. Deusto.

¹⁹ Véase nota 17.

Lucas desconocía cuál podía ser el valor sustancial de Auxini, pero el artículo decía que la empresa tenía muy poco endeudamiento. En un ejercicio de imaginación, atribuyó la poca deuda de Auxini a Exigible a Corto Plazo. Podría ser perfectamente deuda de proveedores y acreedores de explotación. En este caso, los recursos propios de Auxini podrían identificarse con los capitales permanentes de explotación si todas las partidas eran realmente funcionales, es decir, relacionadas directamente con la explotación. Quizás, considerando la falta de datos, podría interpretarse así y quizás (quién sabe, pensó) no estaría tan mal pensado.

Pero qué pasa con la renta. De dónde se había sacado Lucas la renta capitalizada. ¿Por qué la renta capitalizada no coincidía con el beneficio de 1.200 millones de pesetas?

La tasa de descuento utilizada no contemplaba prima de riesgo alguno, de acuerdo con los principios de valoración de la UEC. Sin embargo, de alguna manera debería incluirla en los cálculos. Así que Lucas, estuvo dándole vueltas al tema.

Como método de análisis, dividió el riesgo empresarial en tres aspectos o factores: el factor técnico y operativo, el factor financiero y el factor económico.

Era consciente, desde luego, de que una vez más no disponía de información suficiente para analizar con profundidad y un mínimo de rigor el riesgo de Auxini como empresa, pero aun así, quiso hacerlo. En cualquier caso, pensó, resultaría interesante como puro ejercicio didáctico.

Para tratar de cuantificar su valoración, pactó consigo mismo, que a cada uno de estos tres factores le asignaría un valor. Si no había riesgo, el valor sería 1 y si consideraba que podía haberlo, lo calificaría con un valor superior a 1, puntuándolo con el valor que le pareciera más apropiado. Excepcionalmente, el valor podría ser inferior a 1, si consideraba que el factor o aspecto calificado presentaba una fortaleza especial en lugar de una debilidad.

Desde el punto de vista técnico y operativo, consideró que Auxini no presentaba riesgos especiales que no pudieran ser afrontados con sus propios medios, dada la experiencia de la empresa en su sector, su dimensión empresarial y su plantilla de personal, cifrada en 1.834 trabajadores, la mayoría de ellos con muchos años de experiencia. Florentino Pérez había declarado públicamente que no pensaba hacer reestructuración alguna de plantilla; por lo tanto, tampoco procedía tener en cuenta posibles costes ligados a la reorganización del factor humano.

En cuanto al cumplimiento de la normativa legal, tratándose de una empresa que venía del sector público, consideró que tampoco debería haber riesgo alguno en este aspecto. Por todas estas consideraciones, al factor técnico y operativo le asignó un 1.

Desde el punto de vista financiero, la empresa estaba saneada, con poco endeudamiento (que él había atribuido a deudas de explotación) y, por lo tanto, sin compromisos financieros que restringieran el *cash-flow* de la compañía, en el futuro.

Obviamente, si no había endeudamiento a largo plazo, además de evitarse los intereses en la cuenta de resultados y obtener por ello un beneficio más saneado, Auxini disponía de una capacidad de financiación adicional no utilizada, que podría ser aprovechada por la empresa en caso necesario.

Por consiguiente, Lucas llegó a la conclusión de que este factor podía calificarlo por debajo de 1, asignándole el valor de 0,90.

Finalmente, reflexionó sobre el factor económico. Este aspecto era justamente el más complicado. La empresa pasaba del sector público al sector privado y esto podría tener consecuencias en su cifra de negocios. No para el año próximo, que ya tenía contratadas obras por valor de 57.000 millones de pesetas. ¿Pero, qué pasaría los años venideros? ¿Seguiría Auxini contando en el futuro con la misma cartera de clientes y con las mismas cifras de contrataciones?

Lucas, como buen contable, enseguida pensó en el principio de prudencia.

Debía ser prudente; aquí sí que percibía un riesgo: la cifra de facturación de Auxini podría oscilar a la baja por posible pérdida de clientes, que ante la opción de contratar con otros competidores se marcharan. ¿En cuánto se podría evaluar ese riesgo? Esa era la pregunta del millón. Habría que analizar la cartera de clientes, conocer bien las características y necesidades de cada uno de ellos (por lo menos, los más importantes) y, por supuesto, conocer bien la competencia. Conocer también la estructura de los costes operativos de Auxini. ¿Podría Auxini competir con sus competidores, disminuyendo los precios, por ejemplo? Lucas, decidió puntuar el factor económico con un riesgo de 15; es decir, consideró que entre pérdidas de clientes y quizás disminución de precios en algunos casos, la cifra de beneficio de Auxini podría disminuir un 15%.

Con estos datos, calculó el riesgo de Auxini, de la siguiente manera:

$$\text{Riesgo Global} = \text{Riesgo Técnico} \times \text{Riesgo Financiero} \times \text{Riesgo Económico}$$

$$\text{Riesgo Global de Auxini} = 1 \times 0,90 \times 15 = 13,50 \%$$

$$\text{Renta a capitalizar} = 1.200 \times [(100 - 13,50)/100] = 1.038 \text{ millones de pesetas}$$

¿Era suficiente esta disminución del beneficio? Desde luego estaba lejos del 30% recomendado por la UEC, pero la fórmula de la UEC no contempla el crecimiento futuro de los beneficios, cuestión fundamental para algunos expertos en la determinación del valor de una empresa, ya que en definitiva, *se valoran los flujos futuros*. ¿Cuál podía ser la tasa de crecimiento de la renta a capitalizar para los años que contempla la valoración del *Goodwill* según la fórmula anterior, es decir, para los próximos 8 años? Lucas pensó en términos de crecimiento de PIB y estimó un crecimiento del 3%. Una renta de 1.038 millones año con un crecimiento anual del 3 % arroja un total de 10.671 millones de pesetas, que dividido por 8 años da una media de casi 1.334 millones. Esa media comparada con la renta realmente capitalizada, representaba una disminución de la misma por concepto de riesgo de un 28,5 %, cifra bastante parecida a la recomendada por la UEC, equivalente a 2,28 años con cero beneficios ($8/100 \times 28,50 = 2,28$ años, de un horizonte temporal de 8).

Lucas estaba satisfecho del trabajo realizado. Solo una pequeña preocupación permanecía en su mente. No había podido aplicar el método de descuento de flujos. ¿Podría haber alguna relación entre el método de la UEC y el famoso descuento de flujos? Una vez más utilizó su imaginación, su perseverancia y su calculadora y elaboró en su libreta a rayas los siguientes cuadros.

MÉTODO «UEC» FRENTE A DESCUENTO DE FLUJOS

Renta a Capitalizar.

Renta bruta	1.038,00
Intereses s/ RRPP	675,94 (9,60% s/ 7.041)
Renta a capitalizar	362,06

Descuento de Flujos (Horizonte temporal de 8 años)				
Año	Flujo	Descuento		Flujo neto
Año 1	362,02	$1,096^1$	1,09600000	330,31
Año 2	362,02	$1,096^2$	1,18810000	304,70
Año 3	362,02	$1,096^3$	1,31653274	274,98
Año 4	362,02	$1,096^4$	1,44291988	250,89
Año 5	362,02	$1,096^5$	1,58144019	228,92
Año 6	362,02	$1,096^6$	1,73325844	208,87
Año 7	362,02	$1,096^7$	1,89965126	190,57
Año 8	362,02	$1,096^8$	2,08201778	173,88
Suma de flujos actualizados 1.963,12				

Valor de continuidad al año 8, de 7.041 millones de pesetas al 9,60% de Interés compuesto ($7.041 \times 1,096^8$)

Año	Capital inicial	Interés (%)	Intereses	Capital Final
Año 1	7.041,00	9,6000	675,94	7.716,94
Año 2	7.716,94	9,6000	740,83	8.457,76
Año 3	8.457,76	9,6000	811,95	9.269,71
Año 4	9.269,71	9,6000	889,89	10.159,60
Año 5	10.159,60	9,6000	975,32	11.134,92
Año 6	11.134,92	9,6000	1.068,95	12.203,87
Año 7	12.203,87	9,6000	1.171,57	13.375,44
Año 8	13.375,44	9,6000	1.284,04	14.659,49
			7.618,49	

Valor actual capital final.

Factor de descuento $1,096^8$ 2,082017776

Valor actual del capital final

(14.659,49/2,082017776) **7.041,00**

Valor flujos actualizados

1.963,12

VALOR DE AUXINI

9.004,12

Habían pasado los días de vacaciones de Semana Santa y había que volver a la rutina. Lucas recogió sus libros, sus revistas, su libreta a rayas, su calculadora y lo guardó en su cartera. La cerró bien y la apiló junto con los demás paquetes que su mujer había preparado para meter en el maletero del coche.

Estaba absorto aún en sus pensamientos, cuando escuchó la inconfundible voz de su mujer, que le preguntaba ¿En qué tonterías has estado ocupado estos días, Lucas?

Menuda pregunta. Le resultaba más complicada que las preguntas del gerente de su empresa. ¿Cómo explicarle a su mujer lo que había estado haciendo? ¿Cómo explicarle en pocas palabras a su mujer lo que era la beta, la prima de riesgo y todo lo demás?

Con la voz entrecortada –como faltándole fuerza de convicción para contestar– dijo: he estado intentando calcular el valor de Auxini.

¡Y para eso has estado todos estos días peleándote con la dichosa calculadora!

Yo pensaba que estabas haciendo algo importante del trabajo.

Has estado como los futbolistas del Barça, cuando los concentran; aislado del resto de la familia y ahora me sales con esas, ... ¡queriendo inventar el motor de agua!

Para mí es importante –contestó Lucas–.

¡Sí hombre, sí! Pero no hacía falta tanto número. El valor de Auxini (los 9.000 millones de pesetas, esos que has estado buscado tan afanosamente), es sencillamente la operación de $15/2 \times 1.200$.

Lucas hizo rápidamente la operación mentalmente: $15/2 = 7,5 \times 1.200 = 9.000$.

¿Y de dónde te has sacado tú esa operación? Preguntó perplejo a su mujer.

Todo valor puede expresarse mediante un múltiplo –contestó la mujer de Lucas–.

Los analistas han valorado a la empresa cogiendo como múltiplo los beneficios, y han tomado como referencia entre cinco y diez años. La semisuma de 5 más 10, multiplicada por los beneficios anuales (1.200) arroja justamente los 9.000 millones.

Lucas se quedó alucinado, y no pudo evitar escuchar en su mente lo que le había dicho siempre José Luis, un viejo compañero de estudios: «las mujeres tienen un sexto sentido que les permite analizar con mayor pragmatismo las cosas. Prueba de ello, es que administran mucho mejor la hacienda de la casa que los hombres la hacienda de la empresa, pues gestionan con eficacia y eficiencia los limitados presupuestos familiares sin posibilidad de hacer ampliaciones de capital ni de presentar suspensiones de pagos».

¡Bravo por José Luis! Era, sin duda alguna, una gran reflexión.