



REVISTA DE DIFUSIÓN ACADÉMICA

ISSN 2718-6318

Año II | Número 6 | Julio 2021

Valuación de Empresas en contextos de incertidumbre. Acercamiento a su problemática en la Argentina

Alex Andrés Padovan¹

cp.alex.padovan@gmail.com

¹ Contador Público, Especialista y Magister en Finanzas (Universidad Nacional de Rosario) e Investigador en Universidad Abierta Interamericana y Universidad Tecnológica Nacional.

Introducción

Las empresas se enfrentan asiduamente con la necesidad de determinar su valor, decidiendo embarcarse en un proceso integral absolutamente enriquecedor, tanto para la empresa como para sus titulares, directores y profesionales intervinientes. Este proceso produce la creación de valor permitiendo identificar cuáles son las variables claves sobre las que se sostiene el negocio y plantear distintos escenarios futuros para analizar y proyectar el impacto sobre su rentabilidad económica, financiera y, en definitiva, sobre su valor aproximado.



Sin embargo, este proceso de determinación del valor de una empresa acarrea, particularmente en contextos de incertidumbre como el que habitualmente presenta nuestro país, ciertos inconvenientes al momento de aplicar los modelos financieros comúnmente aplicados para la determinación del costo del capital y la valuación de una compañía.

A lo largo de este artículo, intentaré desarrollar dicha problemática y presentar distintos aspectos útiles para aplicar en la modelización de una valuación utilizando el modelo de Flujo de Fondos descontado.

Modelo financiero para la determinación del valor y costo de capital de una empresa

Para valorar una empresa, se necesita conocer su flujo de caja, el tiempo de duración del proyecto (horizonte de inversión) y la tasa de descuento o costo de oportunidad del capital (posibilidad de invertir en otra alternativa de riesgo y rendimiento comparables), de forma de llevar el flujo de efectivo a valor presente.

El modelo de Flujo de Fondos descontados (en adelante “El modelo DCF”), representa la herramienta más eficiente para determinar el valor de una empresa.

Los principales aspectos que deben abordarse y determinarse bajo este modelo, son los siguientes:

a- Métodos de valuación

Implica determinar el flujo de efectivo de la empresa aplicando las distintas medidas, a saber (Van Horne, 2000):

- Free cash flow o flujo de efectivo libre (en adelante “FCF”);
- Capital cash flow o flujo de efectivo de la firma (en adelante “CCF”);
- Equity cash flow o cash flow del accionista (en adelante “ECF”);
- Adjusted present value o valor presente ajustado (en adelante “APV”);

En líneas generales, el FCF representa el flujo de fondos que genera la empresa, independientemente de cómo es financiada, es decir, considerando el supuesto que la compañía se financia enteramente con capital propio, lo cual lleva a detraer el impacto fiscal del endeudamiento.

El CCF, por su parte, puede definirse como el flujo de fondos total para los inversores, considerando los dividendos para los accionistas y los cambios en el nivel de deuda e intereses para los obligacionistas. Cabe destacar que el CCF puede obtenerse partiendo del FCF y sumando a éste el efecto del ahorro fiscal.

En penúltimo lugar, el ECF, representa el flujo de efectivo residual de la empresa, luego de que se han abonado los intereses y los impuestos.

Por último, el APV se define como el descuento del flujo de fondos libre de la compañía con el rendimiento exigido a una empresa no apalancada, es decir, financiada íntegramente con capital propio, sumado al valor presente del ahorro fiscal por endeudamiento.

b- Horizonte de la proyección

La proyección del flujo de fondos involucra dos períodos: un período explícito (normalmente entre 5 y 10 años) y el valor de la continuidad, conocido como valor terminal (López Dumrauf, 2010), el cual se comentará en el próximo apartado.

c- Valor terminal

Representa el valor presente de los flujos de efectivo perpetuos que comienzan un año después de la fecha definida como fin del período que sigue a la finalización del período explícito.

d- Costo de Capital

El costo de capital representa la tasa de rendimiento requerida por los titulares a los fines de descontar los flujos de fondos proyectados de la empresa (Pereiro y Galli, 2000). Refleja el costo de oportunidad asumidos por los accionistas, considerando el grado de apalancamiento y el riesgo inherente al negocio.

Problemáticas que se suscitan en Argentina

Tal como se ha introducido en este artículo, en Argentina, surgen ciertos inconvenientes a la hora de utilizar el DCF para la determinación del costo del capital y de la valuación de una compañía. Entre las principales problemáticas que explican y definen el contexto de incertidumbre local, es posible destacar:

- a- La economía local posee una baja capitalización bursátil, por lo que un gran porcentaje de las transacciones accionarias se refieren a activos privados. Esto provoca escasez de información pública para tomar como referencia en las transacciones privadas, complicando la valuación de las compañías cerradas.

- b- Existen diferencias sustanciales entre los modelos teóricos de valuación que proponen los textos de finanzas corporativas

provenientes de las economías desarrolladas y su aplicación en economías en desarrollo como la de nuestro país

- c- La alta volatilidad de la economía local redundará en un mayor nivel de riesgo en comparación con una economía desarrollada, entorno que es medido bajo el aspecto numérico por el Riesgo País².

Los puntos señalados precedentemente imponen serios desafíos para los profesionales evaluadores y los titulares de las empresas, en la construcción de su proceso de valuación, todo lo cual, conlleva a adoptar criterios y herramientas tendientes a mitigar el impacto de estas problemáticas en la determinación del valor de la empresa.

En el próximo apartado, se plantearán distintos aspectos de utilidad a considerar para lograr un proceso de valorización de la compañía satisfactorio.

Aspectos relevantes a considerar

Como se dijo en el apartado anterior, el contexto argentino presenta características particulares que configuran un entorno incierto para el desarrollo de una modelización financiera de determinación de valor de una empresa. Esto amerita plantearse distintas cuestiones que deben ser definidas por los profesionales y titulares intervinientes, con el objetivo de medir el efecto sobre las proyecciones. Entre estos aspectos se destacan:

a- Consideración de la inflación y el tipo de cambio

La cuestión a considerar al momento de determinar si se utilizan cifras nominales o cifras constantes, radica en la coherencia en el tratamiento de la inflación. Esto obliga, a que si los flujos de efectivo se estiman en moneda constante, la tasa de oportunidad aplicada para descontar dichos flujos debería ser una tasa de interés real, es decir, considerando los efectos de la inflación.

² El Riesgo País representa el diferencial de rendimiento entre una emisión de deuda de Estados soberanos respecto a la tasa de los Bonos del Tesoro de Estados Unidos.

Es recomendable utilizar flujos nominales, ya que obligan a establecer pronósticos de cantidades y evolución de precios, tornando necesario realizar posteriores chequeos de consistencia (López Dumrauf, 2010).

Por otro lado, también se encuentra vigente la discusión sobre la utilización de flujos de fondos en moneda local o en moneda extranjera, principalmente el dólar de Estados Unidos, planteo que puede ser subsanado, por una parte, estimando el flujo de fondos y el costo de capital en moneda doméstica y agregando a este último una prima por el diferencial entre la tasa de inflación doméstica respecto a la tasa de inflación de Estados Unidos, o bien, por otra manera, estimando el flujo de fondos y el costo de capital directamente en moneda extranjera.

La primera alternativa permite a la empresa trabajar con las premisas de cantidades y precios que elaboran en forma cotidiana, mientras que la segunda, implica estimar los flujos en la moneda doméstica y luego su conversión al tipo de cambio esperado para cada año, aplicando normalmente la Teoría de Paridad de la Tasa de Interés³. Posteriormente, dicho flujo de fondos, requiere ser descontado con un costo de capital medido en moneda extranjera.

Si bien ambas alternativas deben conducir a los mismos resultados, la proyección de los flujos de fondos en dólares posee ciertas ventajas, dado que tiene en cuenta el momento en que se cobrarán los pesos para su posterior conversión a USD, evitando errores de sobreestimación y, adicionalmente obliga a la empresa a realizar chequeos de consistencia: tipo de cambio real implícito en la proyección, tasas de interés domésticas frente a tasas de interés en dólares, tasas de crecimiento real frente al crecimiento proyectado en cantidades y precios en las ventas de la compañía (Lopez Dumrauf, 2010).

³ La Teoría de Paridad de la Tasa de Interés nos dice que el tipo de cambio futuro será igual al tipo de cambio actual multiplicado por el rendimiento marginal de un bono soberano en pesos por sobre un bono soberano en dólares, a saber: $TC \text{ futuro} = TC \text{ actual} \times (1+i\$) / (1+iUSD)$

b- Ausencia de valores de mercado en las valuaciones

En la Argentina, la mayoría de las transacciones de compraventa involucran empresas de capitales privados cerrados redundando en la ausencia de valores de mercado, necesarios para estimar un coeficiente Beta⁴ y utilizar un modelo para la estimación de la tasa de rendimiento requerida por los accionistas y el posterior cálculo del costo de capital promedio de la compañía .

Una de las soluciones más aceptadas en la doctrina financiera consiste en utilizar la técnica del comparable, mediante el cual se deben elegir empresas comparables, con un perfil similar a la empresa a valorar, que efectúen oferta pública de sus títulos valores en mercados de valores de la región (Lopez Dumrauf, 2010 & Pereiro y Galli, 2000).

c- Introducción del Riesgo País

La introducción del riesgo país en la tasa de descuento a utilizar, supone implícitamente, que los riesgos que afectan a la compañía son similares a los de bonos soberanos del país en donde opera.

La consideración del riesgo país en la tasa de descuento, debería contemplar la tasa implícita que los inversores demandan de un bono soberano cuando se percibe riesgo de default y una quita de capital futuro, como así también, el promedio del indicador durante un período prolongado de tiempo, por ejemplo diez años, evaluando estos aspectos detenidamente, a los fines de optar por incorporar el riesgo país de un momento determinado al cálculo de la tasa de descuento.

Conclusiones

La valuación de empresas en el mercado argentino, presupone una tarea que requiere sortear distintos inconvenientes, los cuales han sido descriptos a lo largo de este artículo. Se ha intentado presentar en forma concreta distintos

⁴ El Beta de un activo mide el grado de correlación entre el rendimiento de ese activo en cuestión y el rendimiento promedio del portafolio del mercado.

aspectos que se suscitan a partir de contexto de incertidumbre presente en nuestra economía y los procedimientos y métodos empleados mayoritariamente por la doctrina financiera, haciendo hincapié en la determinación de la beta, la inclusión del riesgo país en la tasa de descuento, la inflación y el tipo de cambio.

Dadas las controversias que se generan dentro del marco de un proceso de valuación en empresas argentinas, se reconoce un amplio margen para optimizar y perfeccionar las estimaciones de aspectos complejos asociadas a las técnicas de valuación existentes en la actualidad.

Bibliografía

Lopez Dumrauf, G. (2010). Finanzas corporativas. Un enfoque latinoamericano. Editorial Alfaomega

Pereiro, L. y Galli, M. (2000). La determinación del Costo de Capital en la valuación de empresas de capital cerrado: una guía práctica. Trabajo de investigación conjunto entre Universidad Torcuato di Tella y el Instituto Argentino de Ejecutivos de Finanzas

Van Horne, J. (2000) - Administración Financiera. 10ª Edición.; Editorial Prentice Hall; México.