

¿Sirve el VAN para valorar empresas?

Carlos González Barberán

Director de la Revista San Telmo
AD-1 85



Horacio March. *Fábricas. Col. Privada. Buenos Aires.*

En primer lugar, recordemos el concepto del VAN y de dónde se deduce, de forma muy sucinta, porque nos será útil para la argumentación posterior.

VAN son las siglas de Valor Actual Neto, que corresponde al valor inicial que se estudia en el interés compuesto. En efecto, la fórmula del interés compuesto es:

$$C_f = C_i (1 + r)^t$$

donde C_f es el valor final de un capital inicial C_i , puesto a un tipo de interés r , durante un tiempo t . Si se despeja C_i , se tendrá:

$$C_i = \frac{C_f}{(1 + r)^t}$$

Esta es la fórmula base del VAN, y significa que para saber a qué equivale en la actualidad (valor inicial o actual) un flujo de dinero obtenido después de un cierto tiempo (capital final), es necesario disminuirlo (penalizarlo) dividiéndolo por un factor de corrección, $(1 + r)^t$, que depende del tipo de interés (r) y del tiempo (t). Como este divisor siempre es mayor que la unidad, el dividendo (capital final) siempre disminuye. Ello quiere decir que el dinero que se espera ganar en el futuro vale menos que si se dispone de él en el día de hoy.

Para aplicar el VAN a la valoración de una inversión, por ejemplo, en una nueva má-

quina, lo que se hace es calcular los flujos de dinero netos que va a generar dicha máquina durante su vida activa (o lo que es equivalente, el dinero que ahorra a la empresa); a continuación, se procede a actualizarlos al día de hoy y, por último, se le añade el valor residual de la maquinaria (en el mercado de segunda mano o, simplemente, como chatarra). El cálculo es muy fácil de hacer, puesto que son cantidades que se pueden conocer, que se ajustan fielmente a la realidad. Como los flujos de ganancia o de ahorro que se obtienen en los diversos años pueden ser diferentes, el VAN constará de varios sumandos de la fórmula anterior, que corresponden a cada uno de dichos años. En el divisor de los diversos sumandos, la sola diferencia radica en el exponente del paréntesis, que aumenta cada año. La única duda se puede plantear en el tipo de interés r que se aplica, pero se puede tomar como referencia la rentabilidad media del capital invertido en la empresa o el coste medio del dinero en las entidades financieras.

Si la suma de los fondos actualizados que rinde la máquina en su vida activa, más su valor residual, supera a la inversión que precisa, es evidente que conviene hacerla. O lo que es lo mismo, si a los diversos sumandos se le resta la inversión y el resultado es positivo (VAN superior a cero), se trata de una operación favorable. En este caso, el VAN es una herramienta sumamente útil para la empresa.

Veamos qué pasa en el caso de valorar una empresa por medio del VAN. En primer lugar, hay que calcular los flujos netos que va a proporcionar la compañía. Esto se hace, generalmente, mediante cuentas de resultados "previsionales" de los años venideros, lo cual supone un verdadero juego de adivinación en la vertiginosa situación actual de cambios acelerados (se habla de la sociedad del caos).

Se ha de insistir en que, en la actualidad, el largo plazo que se contemplaba no hace mucho de cinco años, se ha reducido a tres. Incluso, en la gestión de la empresa hay quienes aconsejan desterrar cualquier cálculo del presupuesto (planificación de un año), sustituyéndolo por el entrenamiento en la improvisación. Yo no comparto esto último, porque más vale una mala planificación que ninguna, pero, en todo caso, hay que reconocer que es errática.

Según lo anterior, un VAN que contemple un porvenir de tres años y, poco seguros, es pura fantasía. Además, las empresas se fundan, primordialmente, con afán de permanencia y con tal filosofía un panorama de tres años, incluso de cinco años, es realmente ridículo.

Pero hay más. Después de una planificación fabulosa (de fábula) de cinco ejercicios hay que añadirle el "valor residual", un concepto que, en este caso, significa una incoherencia metafísica con la filosofía de la permanencia empresarial. Salvo excepciones, todas las empresas crecen con el tiem-

Es verdad que no es igual el VAN que para una determinada empresa calcula el comprador o el vendedor, porque uno y otro la miran con distintos ojos y hacen diversas planificaciones. Pero, en ambos casos, la incertidumbre es la misma.



Pedro Orrente. *Un asno y una oveja (Detalle).* Museo del Prado. Madrid.

po (las que se estancan, mueren y desaparecen), por lo que, al menos, tendría que hablarse de "valor incremental". Y para las empresas no hay un mercado conocido de máquinas o camiones de segunda mano. No existe un mercado regulador de empresas usadas.

Es verdad que no es igual el VAN que para una determinada empresa calcula el comprador o el vendedor, porque uno y otro la miran con distintos ojos y hacen diversas planificaciones. Pero, en ambos casos, la incertidumbre es la misma.

Por todo lo anterior, no es de extrañar los graves errores que cometen los analistas financieros que se dedican a valorar las acciones de las empresas que cotizan en bolsa, porque suelen utilizar para ello el método de "descuento de flujos", que no es otra cosa que el VAN. A pesar de que en estos menesteres cada analista sólo se dedica a seguirle la pista a dos o tres empresas, de las que hacen toda suerte de extrapolaciones de sus balances y cuentas de resultados históricos. Pontifican "sobreponderar", "mantener", o "infraponderar", según que la cotización en bolsa esté por

debajo de sus cálculos, coincida con ellos o sea superior. Incluso, tienen la osadía de marcar el recorrido cuantitativo que tiene la acción, marcándole un techo o un suelo, que la realidad se encarga de corregir.

Entonces, para valorar una empresa ¿qué método utilizar? Es una tarea difícil, pero puede ser útil a estos efectos capitalizar los beneficios netos de la media de los últimos años al tipo de interés del mercado, calcular el patrimonio neto real (no contable) con alguna corrección relativa al fondo de comercio no valorado contablemente, analizar la amplitud y crecimiento del mercado, así como la competencia. Y con todo ello, hacer una ponderación razonable.

Pero, al final, la valoración de una empresa, que sólo tiene sentido a efectos de compra-venta, entrada o salida de capital o de operaciones financieras relacionadas (OPA, salidas a bolsa, etc.), se remite a las ganas de comprar que tiene el comprador y las ganas de vender que tiene el vendedor. Ni siquiera vale su cotización en bolsa, en el caso de que esté en el "parquet". Recuérdese a este respecto, el caso de ENDESA, que, desde poco más de 20 euros

por acción, subió a 40 en las sucesivas ofertas públicas de acciones, por las ganas de comprar de EON y ENEL.

Estos procesos, en "roman paladino", se reducen simplemente, como diría nuestro añorado profesor Leiva, al llamado "trato de la burra".

No es de extrañar los graves errores que cometen los analistas financieros que se dedican a valorar las acciones de las empresas que cotizan en bolsa, porque suelen utilizar para ello el método de "descuento de flujos", que no es otra cosa que el VAN.