MUNDO CONTABLE

Vol. 2 no. 2

LA CONTABILIDAD Y EL VALOR DE LAS EMPRESAS

Por Fermín del Valle

Introducción

Una de las principales críticas que se le vienen haciendo a los informes contables, desde hace ya muchos años, es la referida a la creciente diferencia entre los valores de libros de las empresas y sus valores de mercado.

El objetivo de este artículo es demostrar la improcedencia de esa crítica y presentar algunas cuestiones vinculadas a esta relación entre la contabilidad y el valor de las empresas que puedan contribuir a un mejor planteo de las áreas en las que convendría poner el foco en busca de mejoras, tanto en el contenido como en el uso de la información contable.

El valor de una entidad

En procura de este mejor planteo de la cuestión, comencemos por realizar algunas precisiones respecto del valor de una entidad.

En primer lugar, es necesario diferenciar el valor de los activos de una entidad del valor de la entidad en sí misma. El valor de la entidad depende de su capacidad de generar riqueza a partir de sus activos. Puede decirse que el valor de la entidad es, por lo menos, igual al valor de sus activos neto del monto de sus pasivos. Pero, en general, el valor de una entidad es más que ese valor y depende de su capacidad para crear riqueza en el futuro. Veremos más adelante que la diferencia entre el valor neto de los activos y el valor de mercado de la entidad está dada por el valor actual de las superutilidades futuras[1] esperadas.

En segundo lugar, es preciso distinguir entre el valor de mercado de una entidad y su valor intrínseco, valor real o valor fundamental.

El valor de mercado es el monto al que se termina comprando o vendiendo una entidad. Se determina por la oferta y la demanda, y finalmente se fija mediante el acuerdo en una transacción entre partes independientes.

Si la entidad hace oferta pública de sus acciones, el valor de cotización permite determinar el valor de la totalidad de las acciones. Es muy posible que para

[1] El concepto de superutilidad se explica en la sección siguiente.

obtener la totalidad de las acciones o un porcentaje que otorgue el control, haya finalmente que pagar más de lo que indica esa cotización.

Ese valor de cotización, que podríamos decir que es el precio que paga el "señor Mercado"[2], puede fluctuar constantemente debido a factores como la especulación, la psicología de los actores en el mercado, las expectativas de dichos actores, el ánimo de los grandes inversores, la macroeconomía, los vaivenes de la política local e internacional, etc.

No necesariamente en todo momento el precio que paga el "señor Mercado" refleja el valor real o fundamental de la entidad.

Visto desde esta perspectiva, resulta claro que no tiene ningún sentido pretender que la contabilidad refleje el valor de mercado de la entidad.

Esta es una primera respuesta que se le puede dar a quienes critican los estados contables por no reflejar el valor de mercado de una entidad. La contabilidad nunca podría aspirar a proporcionar un valor de mercado que depende de tantos factores y, que en general, fluctúa permanentemente. Es el juego del mercado el que determina ese valor y la contabilidad no interviene ni puede captarlo hasta tanto se refleje en operaciones concretas.

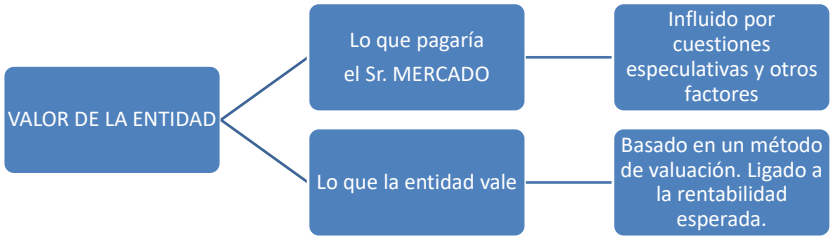
Por otra parte, ¿cuál sería la utilidad de exponer contablemente ese valor de mercado?

El valor real, también denominado intrínseco o fundamental, se determina a través de un método técnico de valuación. Si bien existe una amplia variedad de métodos de valuación, los métodos conceptualmente "correctos" (cada vez más utilizados) para empresas con expectativas de continuidad son los basados en el descuento de flujos futuros de fondos (Fernández P., 2008). Más allá de la apariencia objetiva de estos métodos, la estimación de los rendimientos y de los flujos netos futuros depende en gran medida de las premisas utilizadas, las cuales también pueden variar según quién haga la estimación.

Ese valor real, como dijimos, no coincidirá necesariamente con el valor de mercado y, en algunos casos, hasta puede diferir significativamente.

[2] Esta expresión es utilizada por Stephen Penman en su libro "Accounting for Value" (Columbia University Press, 2011) para referirse al resultado de las decisiones de los múltiples agentes que intervienen en el mercado.

VALOR DE LA ENTIDAD



- El valor llave que se registra se determina en función del valor pagado.
- Se fundamenta en una expectativa de superutilidades.
- Las superutilidades se definen como un rendimiento por encima del costo de oportunidad del capital
- El futuro puede o no confirmar las expectativas.

La manera más habitual, o al menos la considerada como técnicamente más adecuada, de calcular el valor financiero de una empresa sobre la base de sus flujos de fondos, es calcular el valor descontado de los flujos de efectivo futuros que se espera que la empresa genere hasta un determinado momento (horizonte de valuación) más su valor residual estimado a ese momento futuro (valor terminal) también descontado hasta el presente. Existen a su vez distintos métodos para estimar ese valor terminal.

No es un objetivo de este trabajo profundizar en las cuestiones que plantea este cálculo. Lo que sí importa destacar es que este valor de la entidad no se basa en el valor de mercado de sus activos, sino en las expectativas de flujos futuros de fondos y en la utilización de una tasa de descuento.

Uno podría entonces preguntarse si la contabilidad podría reflejar este valor o, mejor dicho, reconocer de alguna manera la diferencia entre este valor y el valor contable de los activos netos. Esto implicaría estimar los flujos futuros de fondos y elegir una tasa de descuento.

Si se hiciese una estimación perfecta, y se registrara contablemente ese valor, entonces la tasa de rentabilidad sobre el activo que esa compañía reflejaría en sus operaciones posteriores resultaría igual a la tasa de descuento utilizada. De este modo, más allá de la dificultad práctica de llevar a cabo esas estimaciones, se perdería la información más importante que la contabilidad provee: la tasa de rendimiento alcanzada sobre la inversión efectivamente realizada.

La medición del resultado y el cálculo de la rentabilidad al relacionarlo con la inversión efectivamente realizada es posiblemente la información más relevante que provee la contabilidad.

Resumiendo: no tiene sentido pretender que la contabilidad refleje el valor de mercado de una entidad ni tampoco resulta razonable pedirle que refleje su valor real o intrínseco. Por lo tanto, la crítica a la existencia de diferencias entre el valor de libros y el valor de mercado de una entidad no se justifica. Esto no quiere decir que no resulte útil analizar la composición de tales diferencias.

Análisis de la diferencia entre el valor de libros y el valor de mercado de la entidad

Los estados contables no muestran todos los recursos de una entidad[3] ni tampoco los presentan necesariamente a sus valores de mercado. Esta brecha entre el valor de libros y el valor de mercado de los activos es percibida por algunos usuarios como una deficiencia de la información contable. Lo propio ocurre con la diferencia entre el valor de libros de la entidad y su valor de mercado. Ya vimos algunas razones por las que esta crítica no tiene sustento y veremos algunas más en la sección siguiente.
En esta sección nos concentraremos en el análisis de la composición de esas diferencias.

El valor de libros de una entidad es igual al valor de su patrimonio neto.

A su vez, el valor del patrimonio neto es igual a la diferencia entre el valor contable del activo y el valor contable del pasivo. En general, los marcos contables aseguran que el pasivo refleje el total de las obligaciones a ser satisfechas por la entidad a su valor de cancelación o, en su caso, a su valor estimado de cancelación. Por otra parte, el principio del valor recuperable como límite para la medición contable de los activos asegura que estos tengan, al menos, un valor de recupero igual o superior al valor contabilizado. Por lo tanto, es posible que el valor de mercado de los activos, entendido como valor de realización, sea en algunos casos superior al valor contabilizado. Esto ocurre cuando existen activos medidos a su costo histórico o, incluso, a su costo de reposición, y que tienen un valor de realización superior a ese costo. Por otra parte, debido a los criterios de reconocimiento, es posible que existan activos

[3] Por ejemplo, no muestran los intangibles autogenerados

que, si bien son identificables, no están reflejados en los estados contables como, por ejemplo, las marcas autogeneradas[4].

Si al patrimonio neto según libros le sumamos el mayor valor de los activos reconocidos contablemente a un importe inferior a su valor de mercado y le adicionamos también el valor de mercado de los activos intangibles no reconocidos contablemente, podemos arribar a un monto que podríamos denominar "*Patrimonio neto identificable ajustado a valor de mercado"*. Decimos identificable porque surge de valorizar activos específicos que pueden separarse del resto de la entidad.

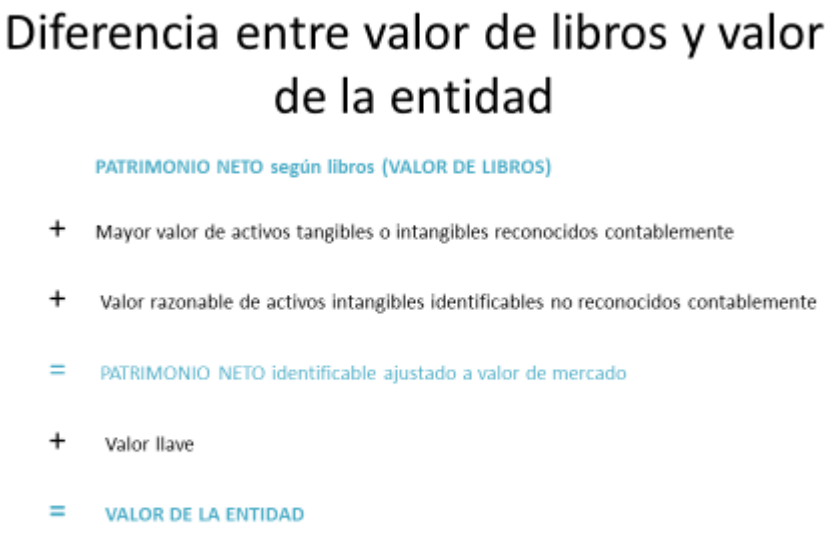
Este valor es cuantificable y también sería posible revelarlo como información complementaria en los estados contables de la entidad[5]. No representa el valor de mercado de la entidad, sino el valor de mercado de sus activos identificables, neto del valor contable de sus pasivos. Esta información puede resultar de interés para terceros y podría considerarse su revelación, en tanto el costo de producirla se juzgue como razonable en comparación con el beneficio de exponer esa información.

El valor de mercado de la entidad, por su parte, podría estar por encima de ese monto. En tal caso, la diferencia entre el valor de mercado de la entidad y el "*Patrimonio neto identificable ajustado a valor de mercado"* es lo que se denomina "*Valor llave"* y, como dijimos, sería equivalente al valor actual de las superutilidades futuras.

El siguiente cuadro resume lo aquí expresado:

[4] En la próxima sección nos referiremos a las razones por las cuales esto ocurre.

[5] Reconocerlo contablemente generaría distorsiones que se explican en la sección siguiente. Por esa razón, se considera solamente su posible revelación.



En teoría, hay valor llave si existe una expectativa de generar una superutilidad, o sea, una expectativa de una tasa de rentabilidad que supere el costo de oportunidad del capital o la tasa de rendimiento requerida por el inversor.

Para entender mejor esto, pensemos lo siguiente. Si una empresa ha tenido una rentabilidad sobre el patrimonio neto (ROE[6]) del 10% a lo largo de los últimos años y se estima que seguirá teniendo esa misma rentabilidad, un inversor cuya tasa de rentabilidad requerida sea del 10% no debería, en principio, pagar por la entidad más que el valor de libros. Incluso para pagar el valor del *"Patrimonio neto identificable ajustado a valor de mercado"*, si este superara el patrimonio neto según libros, debería tener una expectativa de un rendimiento superior al 10% sobre el patrimonio neto a valor de libros, de tal manera de obtener al menos un 10% sobre su inversión.

Si un inversor paga más que el valor de libros es porque estima que la rentabilidad futura de la entidad superará el costo de oportunidad del capital o la rentabilidad requerida por el inversor.

Si llamamos superutilidad a la porción de la rentabilidad de la entidad que supera el costo de oportunidad del capital o la tasa de rentabilidad requerida por el inversor, podemos entonces afirmar que el valor llave es igual al valor actual de las superutilidades esperadas. Volveremos sobre esto un poco más adelante.

[6] *Return on equity*, o sea, rentabilidad del patrimonio neto, también conocida como rentabilidad del accionista. Se calcula dividiendo el resultado neto del ejercicio por el patrimonio neto promedio al inicio y al final del ejercicio (antes de computar el resultado del período), o por el patrimonio neto inicial.

Lo que se puede esperar y lo que no se debe esperar de la contabilidad

El marco conceptual de las Normas Internacionales de Información Financiera de Contabilidad[7] indica claramente que los estados contables para propósitos generales no están diseñados para mostrar el valor de la entidad que reporta, pero que proveen información para ayudar a los inversores actuales y potenciales, a los prestamistas y a otros acreedores a estimar el valor de dicha entidad[8].
O sea, no se puede esperar que los estados contables nos muestren el valor de la entidad; no están concebidos con ese propósito.
Nos brindan sí información que nos puede ser útil en el proceso de estimar el valor de la entidad, pero excepto casos excepcionales, no muestran en forma directa el valor de la entidad a la que se refieren.

Si el objetivo de los estados contables no es mostrar el valor de la entidad, ¿cuál es entonces?
El mismo marco conceptual expresa que el objetivo de los estados contables es proveer información financiera acerca de la entidad que sea útil a los actuales o potenciales inversores o financiadores para tomar decisiones relativas a la provisión de fondos a la entidad[9].

De esto se deduce que los estados contables, si bien están diseñados con fines generales, o sea, para brindar información a todos los interesados en la entidad, están especialmente pensados para brindar la información que necesitan aquellos que tienen que decidir si proveen o siguen proveyendo fondos a la entidad. Estos son, en definitiva, los interesados que están más involucrados con la entidad, ya que asumen un riesgo mayor al proveer financiación.

¿Y cuál es la información esencial que necesitan los proveedores de fondos para tomar sus decisiones?
Principalmente conocer cómo está siendo gestionada la entidad, cuál es su rentabilidad actual y cuál la rentabilidad esperada, cuáles son los flujos de efectivo y equivalentes que genera, como así también las expectativas de flujos futuros. Los flujos de fondos están íntimamente relacionados con la rentabilidad. Aunque pueda haber un desfase en el tiempo, los flujos de fondos dependen de la rentabilidad.

[7] Agregamos este aditamento para diferenciarlas de las normas internacionales de información financiera de sostenibilidad
[8] IFRS, Marco Conceptual para la Información Financiera, párrafo 1.7
[9] IFRS, Marco Conceptual para la Información Financiera, párrafo 1.2

El estado de resultados muestra el rendimiento de la inversión efectuada. La medición de ese rendimiento es posiblemente, como dijimos, el objetivo principal de los estados contables.

Los criterios de reconocimiento y medición de los resultados están íntimamente vinculados a las bases de reconocimiento y medición de los activos y pasivos de la entidad.

Los marcos contables[10] dan preeminencia a la medición del resultado por sobre el reflejo de la situación patrimonial. El criterio de reconocimiento del resultado se basa en el mérito de la gestión, y es ese criterio de reconocimiento del resultado el que determina la base de medición a utilizar para el estado de situación patrimonial, y no al revés. Por ejemplo, si se considera que el mérito de la gestión está en la venta de los inventarios, el resultado se reconocerá recién en ese momento y, mientras tanto, el inventario permanecerá valuado al costo histórico. Si se considera que parte del mérito está en la revalorización y que el mérito por la venta debe medirse por la diferencia entre el precio de venta y el precio actualizado de compra, entonces el inventario se valuará al costo de reposición. Si se considera que todo el mérito reside en la variación del valor de los inventarios y que no hay mérito por vender (porque hay un mercado suficientemente amplio y activo), entonces el inventario se valuará al valor razonable o al valor neto de realización.
O sea, el criterio de reconocimiento del resultado es el que determina la base de medición y no al revés.

La necesaria vinculación que existe entre el estado de resultados y el estado de situación patrimonial es, por lo tanto, una limitante a la hora de determinar los criterios de reconocimiento de los resultados. Por ejemplo, si una empresa a lo largo de los años ha venido realizando inversiones en relación con una determinada marca autogenerada, esas inversiones, por imperio de la normativa contable vigente, han sido imputadas a gastos. Si al cabo de un tiempo esa marca ha logrado reconocimiento y prestigio, es un intangible identificable y tiene un claro valor de mercado, reconocer ese valor en el activo implicaría reconocer una ganancia en el ejercicio en el que la activación se produce. Esa ganancia poco o nada tendría que ver con la gestión de ese año, ya que es el resultado de todo lo hecho durante los años en que se ha invertido en desarrollar la marca. Por lo tanto, medir la marca a su valor de mercado implicaría distorsionar los resultados de la gestión del ejercicio.

[10] Se entiende por marco contable el conjunto de las normas contables vigentes en una jurisdicción.

En mi opinión, este es el argumento principal para no reconocer los intangibles autogenerados. Como veremos en la siguiente sección, este criterio, imperante en la mayoría de los marcos contables, implica una deficiencia de información que requiere ser considerada y que ciertamente no es de fácil resolución.

La cuestión de los intangibles no reconocidos contablemente

Estas inversiones, por imperio de los marcos contables vigentes, en muchos casos no son activadas y se reconocen como gastos. Pero lo cierto es que algunas erogaciones que realiza la empresa y que aparecen en el estado de resultados como gastos, en realidad están vinculadas con la potencial creación de intangibles futuros. Es decir, están relacionadas con la creación de valor en el futuro. Por ejemplo, ciertas erogaciones efectuadas para construir relaciones a largo plazo con los clientes, diseñar e implementar procesos y sistemas, capacitar y desarrollar talento, construir marca y reputación, cultivar liderazgo y capacidad de gestión, diseñar nuevos tipos y fuentes de materiales que reducirán o eliminarán impactos ambientales negativos, reducir la emisión de gases de efecto invernadero, etc., son inversiones para la creación de valor en el futuro, más que erogaciones necesarias para el giro normal del negocio en la actualidad.

Algunas de estas erogaciones, no relacionadas con la obtención de ingresos corrientes, darán lugar a intangibles identificables; otras producirán mejoras en la rentabilidad futura; otras puede que ni una cosa ni la otra.

Existe, entonces, una falta de distinción entre las erogaciones que se relacionan con la obtención de ingresos corrientes y aquellas que se relacionan con la creación de un valor a futuro que puede o no concretarse. Esto implica una distorsión en el resultado del ejercicio actual y también en los resultados futuros. Por otra parte, al no medirse esta inversión para la creación de valor futuro, tampoco es posible evaluar su eficiencia.

Esta es una cuestión no resuelta, que está entre los temas prioritarios en la agenda de los emisores de normas, en particular del Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad (IASB, por su sigla en inglés). Existen propuestas de diversos tipos. Entre ellas, alguna plantea que se revele en la información complementaria el monto de inversiones relacionadas con la creación de valor a futuro incluido en cada línea del estado de resultados (Shepherd, N. y del Valle F., 2023).

Una contribución que sí puede esperarse de la contabilidad

Como hemos visto, la contabilidad no nos provee un valor de mercado de la entidad. Sin embargo, la información contable puede ser muy útil para determinarlo, como así también para desafiarlo o validarlo.

Vimos que el valor de mercado de una entidad está ligado a la expectativa de generación futura de fondos de esa entidad y, a su vez, esa capacidad de generación de fondos está íntimamente relacionada con la rentabilidad de la entidad.

De hecho, una vez realizada la inversión y pagado un precio por ella, el rendimiento de esa inversión estará determinado por los resultados que la entidad produzca en el futuro.

Stephen Penman, en su libro "Accounting for Value", presenta una propuesta sobre cómo utilizar la información contable para establecer la razonabilidad del valor de mercado de una entidad.

Vimos antes que si una compañía tiene un ROE igual a la tasa de rendimiento requerida por el inversor (r) este, en principio, no debería pagar por la entidad más que su valor de libros.

Solo si el ROE es mayor que r, se justificaría pagar un precio superior al valor de libros. En ese caso, existen superutilidades (SU) que pueden definirse como:

$SU_n = PN_{n-1} (ROE_n – r)$, donde PN es el patrimonio neto.

Es decir, la superutilidad (SU) es la que supera la tasa de rendimiento requerida.

Puede decirse entonces que el valor actual o valor de mercado (VM) de una entidad será igual a su valor de libros (PN_0) más la sumatoria de los valores actuales de las superutilidades futuras.

Si se asume que esas superutilidades futuras aumentan a una tasa constante (g), entonces puede llegarse a la siguiente expresión:

$VM = PN_0 + SU_1 / (r – g)$

Si en esta ecuación despejamos g, podremos determinar cuál es la tasa de crecimiento constante de las superutilidades implícita en el valor de mercado que se está evaluando y concluir de esta manera sobre la razonabilidad de ese valor de mercado (Penman, S., 2011).

Esta fórmula que propone Penman, en mi opinión, es muy potente, pues de los datos a utilizar tres son conocidos: el valor de mercado, que deriva del valor de cotización o de una valuación efectuada, el patrimonio neto al término del último

ejercicio y la tasa de rendimiento requerida. Solamente es necesario estimar la superutilidad del primer ejercicio siguiente al de la formulación.

A partir de estos datos se determina la tasa de crecimiento constante de las superutilidades (g) implícita en el valor de mercado considerado y, entonces, es posible evaluar si esa tasa de crecimiento constante de las superutilidades es razonable o, si por el contrario, aparece como poco factible.

Valor financiero y valor integral

Para terminar, haremos solo una breve referencia al impacto de la ustentabilidad en la creación de valor.

A menudo, el valor financiero de una entidad es generado a expensas del valor social o del valor ambiental. Esto es, en su proceso de creación de valor, la entidad produce externalidades que pueden ocasionar daños en el ambiente o en

Conclusiones

No es razonable la crítica que se le hace a la información contable respecto de la diferencia entre los valores de libros de las entidades y sus valores de mercado. No tiene sentido pretender que los informes contables muestren el valor de mercado de las entidades.

Es posible considerar la revelación del mayor valor de ciertos activos que son registrados según una base de medición distinta al valor de mercado (o valor razonable), como así también la revelación de activos intangibles identificables autogenerados. Sin embargo, resulta complejo encontrar la manera de reconocer esto contablemente sin distorsionar la medición de los resultados correspondientes a los distintos ejercicios económicos y, consecuentemente, la medición de la rentabilidad.

La información contable no está concebida para suministrar el valor de mercado de las entidades, pero suministra información relevante para evaluar la razonabilidad de ese valor.

Hacia futuro, es esperable que en la medición del valor se considere no solo la dimensión financiera sino también la dimensión social y la dimensión ambiental del valor, para lo cual la contabilidad está llamada a tener un rol significativo.

Bibliografía

Fernández Pablo, *Métodos de valoración de empresas,* IESE Universidad de Navarra, 2008

Penman Stephen, *Accounting for Value*, Columbia University Press, 2011

Shepherd Nick y del Valle Fermín, *Making Intangibles Visible*, Revista Mundo Contable, Universidad de San Andrés, 2023

Schoenmaker D. y Schramade W, *Corporate Finance for Long – Term Value,* (2023), Springer.