

FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y DE ADMINISTRACIÓN
DE LA UNIVERSIDAD DE LA REPÚBLICA

MEDICIÓN CONTABLE DE INVERSIONES EN ACCIONES

Trabajo de investigación monográfico
para la obtención del título de
Contador Público Plan 90

M A R Z O 2 0 1 0

A U T O R E S

Gianella Bertinat C.I. 3.365.347-6

Angeles Campos C.I. 3.571.286-6

Ana Clara Tenca C.I. 3.846.108-0

ORIENTADORES

Cr. Walter Rossi

Cr. Juan José Cabrera

ABSTRACT

El presente trabajo monográfico tiene por objetivo analizar las opciones para la medición contable de inversiones en acciones indicadas por la normativa vigente a nivel nacional. En particular, hemos basado el análisis en la medición a valores razonables, dada la tendencia que existe en la contabilidad mundial.

El análisis se basó en la descripción de los distintos enfoques y técnicas utilizadas para la medición a valor razonable; así como en un trabajo de campo que incluyó a empresas con información pública, cuyas inversiones fueron analizadas con el objeto de estudiar cuáles son los tratamientos contables seleccionados.

La principal conclusión a la que arribamos es que la medición a valores razonables supone un paso muy importante en la adaptación de la contabilidad y depende principalmente de la disponibilidad de información y de un gran esfuerzo profesional para efectuar una valuación con fundamentos.

AGRADECIMIENTOS

Queremos agradecer a todas las personas que de alguna forma estuvieron involucradas en la realización de este trabajo.

Por un lado a nuestro tutor el Cr. Juan José Cabrera por su asesoramiento y por su apoyo al facilitarnos información, así como también a las personas entrevistadas que nos brindaron sus conocimientos y disposición de su tiempo.

Nos gustaría agradecer a la Facultad de Ciencias Económicas por todos estos años de formación, que sabremos valorar en el ejercicio de nuestra profesión.

Por ultimo, y no menos importante, a nuestras familias y seres queridos que nos apoyaron incondicionalmente.

ÍNDICE

CAPÍTULO I INTRODUCCIÓN	3
CAPITULO II LAS NORMAS CONTABLES ADECUADAS EN URUGUAY	5
2.1- Evolución de la normativa contable a nivel nacional	5
2.2- Evolución de la normativa contable a nivel internacional.....	7
CAPITULO III OPCIONES PARA LA MEDICIÓN DE INVERSIONES EN ACCIONES SEGUN NCA EN URUGUAY	9
3.1- Inversiones en asociadas	11
3.2- Inversiones en subsidiarias	14
3.3- Inversiones no relevantes.....	15
CAPITULO IV MEDICIÓN A VALOR RAZONABLE	19
4.1- Concepto	19
4.2- Enfoques	26
4.2.1- Enfoque de mercado.....	27
4.2.2-Enfoque de ingresos	30
4.2.3-Enfoque de costo	32
4.3- Métodos.....	34
4.3.1- Métodos dentro del enfoque de mercado.....	35
4.3.1.1- <i>Método de orientación a la empresa</i>	35
4.3.1.2- <i>Método de orientación a las transacciones</i>	41
4.3.2- Métodos dentro del enfoque de ingresos.....	45
4.3.2.1- <i>Método del Flujo de Caja Descontado</i>	45

4.3.2.2- Método del Flujo de Caja Capitalizado.....	65
4.3.2.3- Método del Exceso de las ganancias.....	67
4.3.2.4- Método de las regalías (“Relief from royalty method”)	72
4.3.3- Métodos dentro del enfoque de Costo	74
4.3.3.1- Método del costo de reemplazo	74
4.3.3.2- Método del costo de reproducción	76
4.4- Relación entre la determinación del valor razonable y las etapas de desarrollo de la empresa	77
CAPITULO V TRABAJO DE CAMPO – REALIDAD URUGUAYA	85
5.1- Análisis de las inversiones a través de los Estados Contables de acceso público	85
5.2- Entrevistas mantenidas con los representantes del área contable de las empresas seleccionadas	88
CAPÍTULO VI APROBACIÓN DECRETO 538/009	98
CAPÍTULO VII CONCLUSIONES	101
BIBLIOGRAFÍA	104

CAPÍTULO I

INTRODUCCIÓN

El presente trabajo monográfico trata sobre el análisis de la normativa vigente a nivel nacional e internacional y las opciones que la misma brinda para la medición de las inversiones en acciones.

Asimismo se centra en el análisis de la medición a valores razonables dada la tendencia que existe en la contabilidad mundial a la utilización de este método.

La SEC (Securities and Exchange Commission) elaboró un estudio sobre la llamada contabilidad a valor razonable, como consecuencia de la reciente inestabilidad mundial de los mercados de capitales, y uno de los temas abordados fue el efecto de las reglas contables en la calidad de la información financiera disponibles para los inversionistas. Basados en su investigación el Staff de la SEC observó que los inversionistas generalmente apoyan la utilización del valor razonable para la medición de sus inversiones y creen que esas mediciones proveen información financiera más transparente sobre una inversión, por ello, facilita una mejor toma de decisiones. No obstante algunos inversionistas también indicaron la necesidad de mejorar la aplicación de las reglas actuales, incluyendo aquellas que tratan el deterioro de las inversiones, la medición a valor razonable de activos y pasivos y los requerimientos de revelación de activos y pasivos medidos a su valor razonable.¹

Los acuerdos de participación de unas empresas en otras pueden constituir una herramienta para mejorar la competitividad internacional de las empresas y diversificar los riesgos, muchas veces geográficos en una economía cada vez más globalizada, por ello las inversiones en otras empresas están tomando un papel preponderante.

Como consecuencia, estas inversiones han pasado a representar una parte cada vez más importante dentro de los activos de las empresas. Por ello surge la necesidad de que los estados contables presenten en forma adecuada los

¹ Ernst & Young – “Contabilidad a Valor Razonable”. Enero 2009. Disponible en link www.ey.com.

activos, pasivos y resultados, tanto en términos de medición como de exposición.

Nos pareció un tema interesante de investigar, debido a la importancia que han adquirido las inversiones en otras empresas y el rol fundamental de la contabilidad como herramienta para generar información útil para la toma de decisiones; además del cambio de normativa que surgió en los últimos años al respecto. En particular la aprobación del Decreto 266/007 que introduce versiones revisadas de las Normas Internacionales de Información vigentes que impactan en la medición de las inversiones en acciones, no obstante lo cual luego se emitió el Decreto 538/09 que comentaremos en el capítulo VI.

Con este trabajo buscaremos analizar las distintas opciones de medición indicadas por las normas vigentes así como las posibles dificultades que puedan llegar a presentarse a la hora de implementarlas en nuestro país.

A los efectos de la estructuración de este trabajo, el mismo se dividió en seis capítulos, en los cuales trataremos:

- Las normas contables adecuadas en Uruguay;
- Las opciones para la medición de inversiones en acciones según NCA en Uruguay;
- La medición a Valor Razonable;
- Trabajo de campo – realidad uruguaya;
- Aprobación decreto 538/009
- Conclusiones

Las citas efectuadas en inglés a lo largo del presente trabajo de investigación corresponden a traducciones libres efectuadas por las autoras de la monografía.

CAPITULO II

LAS NORMAS CONTABLES ADECUADAS EN URUGUAY

Dado que nuestro trabajo de investigación monográfico tiene como base de su desarrollo las normas contables aplicables a la medición de inversiones en acciones, entendemos necesario para nuestro análisis posterior efectuar un breve desarrollo sobre el concepto de normas contables y su evolución a lo largo del tiempo.

Se puede definir las normas contables adecuadas como²: “todos aquellos criterios técnicos utilizados como guía de las acciones que fundamentan la presentación de la información contable y que tienen como finalidad exponer en forma adecuada, la situación patrimonial, económica y financiera de un ente”. Según quien emita las normas, se pueden clasificar como normas contables adecuadas legales, profesionales o institucionales.

Analizaremos a continuación, en forma resumida, la evolución que ha tenido la normativa contable tanto a nivel local como internacional a efectos de que se entienda el contexto en el cual basaremos el análisis del tema principal del trabajo monográfico (la medición de inversiones en acciones):

2.1- Evolución de la normativa contable a nivel nacional³

En septiembre de 1989 se aprobó la ley N° 16.060: “Ley de Sociedades Comerciales, Grupos de Interés Económico y Consorcios”.

En su art. 88° establece: “los estados contables deberán ser confeccionados de acuerdo con normas contables adecuadas que sean apropiadas a cada caso, de tal modo que reflejen, con claridad y razonabilidad, la situación patrimonial de la sociedad, los beneficios obtenidos o las pérdidas sufridas”.

² Pronunciamento N° 10 – Fuentes de las Normas Contables para la presentación de Estados Contables. Disponible en link www.ccea.com.uy

³ Falero Germán, Peirano José Enrique. Normas Contables Adecuadas en el Uruguay. Dec 266/007, Impacto de su aplicación en la actividad del Contador Público. Diciembre 2008.

El art. 91º establece que “la reglamentación establecerá las normas contables adecuadas a las que habrán de ajustarse los estados contables de las sociedades comerciales”.

Este artículo fue reglamentado en primera instancia por los siguientes decretos: Dec. 103/91 “Estados Contables Uniformes”, Dec. 105/91 y Dec. 200/93 “Normas Contables Adecuadas”.

El Decreto 105/91 aprobó las NIC 1, 2, 3, 4, 5, 7, 8, 9 y 10 y el Decreto 200/93 aprobó las NIC 11, 12, 13, 16, 17 y 18 como normas contables adecuadas. En ambos casos agregan todos los textos de las NIC como anexo de los decretos, formando parte de los mismos, y presentan algunas excepciones en su aplicación.

Durante los años 2004 y 2005, los Decretos 162/004, 222/004 y 90/005 publicados en esos años, derogan a los Decretos 105/91 y 200/93 y aprueban como obligatorias a las Normas Internacionales de Contabilidad vigentes a la fecha de la publicación del primero (19/05/2004) y publicadas en la página web de la Auditoría Interna de la Nación (AIN).

La aprobación de dichos decretos significó un gran avance en la adopción integral de estándares contables internacionales, con respecto a la situación precedente.

Pero por otro lado, al convertirse obligatorias varias normas que antes no eran tenidas en cuenta, provocó que cambiaran algunos parámetros de medición y presentación de la información financiera y por lo tanto el patrimonio y resultados de las empresas, así como la necesidad de actualizar los sistemas de registración e información y también la necesidad de capacitación del personal de la empresa sobre la nueva normativa.

Desde el año 2004, el IASB introdujo variados cambios en dichas normas; unas han sido revisadas, otras derogadas, así como se han agregado nuevas normas. Dichos cambios no habían sido recogidos por la normativa local, generándole por lo tanto un apartamiento entre ambos cuerpos normativos.

El 31 de julio de 2007 Uruguay dio un nuevo paso que lo acercó aún más a los requerimientos de información de los mercados desarrollados más exigentes, cuando es emitido el Decreto 266/007, donde se recoge como normativa obligatoria, con excepciones menores, a las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), emitidas por el IASB a la fecha de publicación

del decreto, traducidas oficialmente al español y publicadas en la página web de la AIN.

Comprenden dichas normas: las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), Normas Internacionales de Contabilidad (NIC) y las interpretaciones de las NIIF y las NIC. La inclusión de las interpretaciones representa una innovación.

Este Decreto en su art. 3º indica que las nuevas normas serán de aplicación obligatoria para los ejercicios comenzados a partir del 1º de enero de 2009.

2.2- Evolución de la normativa contable a nivel internacional ⁴

En 1973 se funda el Comité de Normas Internacionales de Contabilidad (IASC) y dos años más tarde publican las primeras dos normas de denominación Normas Internacionales de Contabilidad (NIC).

En 1997 se crea el Comité de Interpretaciones Permanente (SIC) con el objetivo de emitir interpretaciones a las Normas Internacionales de Contabilidad.

En el año 2001 se aprueba una reestructura del IASC y la formación del Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad (IASB) el cual tendrá a su cargo la emisión de las normas, pasando a denominarse éstas Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) las cuales formarían parte del cuerpo normativo con las preexistentes NIC.

Un año más tarde el SIC cambia su nombre por Comité de Interpretaciones de Información Financiera (CINIIF) y pasa a interpretar tanto las NIC como las NIIF. Simultáneamente el IASB y el órgano emisor de normativa contable financiera en Estados Unidos (FASB) firman un acuerdo conjunto de convergencia entre las NIIF y las normas emitidas por el regulador estadounidense (FASB).

En el mismo año la Unión Europea aprueba una Regulación Contable que exigía a todas las empresas cotizadas de la Comunidad aplicar las NIIF en sus estados financieros consolidados a partir de 2005.

⁴ Falero Germán, Peirano José Enrique. Normas Contables Adecuadas en el Uruguay. Dec 266/007, Impacto de su aplicación en la actividad del Contador Público. Diciembre 2008.

Entre los años 2004 y 2005 el IASB comienza una revisión de la normativa contable emitida hasta ese momento que tiene como resultado las NIIF vigentes al día de hoy y las revisiones de las NIC preexistentes.

CAPITULO III
OPCIONES PARA LA MEDICIÓN DE INVERSIONES EN ACCIONES SEGUN
NCA EN URUGUAY

En el presente capítulo se expondrá en primer lugar la clasificación de las inversiones en acciones en base a las características de las mismas, para luego efectuar en segunda instancia un breve desarrollo de la normativa aplicable a la medición de cada tipo de inversión.

Son múltiples las razones para invertir en otras empresas, entre otras podemos citar las siguientes⁵:

1) De Negocio:

- obtener utilidades
- acceso rápido a mercados
- diversificación de riesgos
- acceso a materias primas claves
- acceso a canales de distribución

2) Fiscales:

- compra no por el negocio sino por el aprovechamiento de la situación de pérdidas fiscales de la adquirida

3) Administrativas:

- Ahorro de Costos de Administración (con la misma, o casi la misma, estructura “soporta” dos empresas)
- Descentralización
- Racionalización de actividades

⁵ García, Alberto. Inversiones Permanentes en Otras Empresas - Teoría Contable Superior- Facultad de Ciencias Económicas y Administración. Agosto 2008.

4) Financieras:

- Necesidad de invertir fondos excedentes de la propia empresa o de fondos que “administra” de terceras
- Búsqueda de alternativas más rentables

El tratamiento contable de estas inversiones depende de las características de las mismas; dividiéndose en tres tipos, tratado cada uno por una NIC específica.

A continuación expondremos las definiciones de control e influencia significativa para comprender la clasificación de las inversiones.

Según las NIC 28 Inversiones en Asociadas, **Influencia significativa** es el poder de intervenir en las decisiones de política financiera y de operación de la participada, sin llegar a tener el control absoluto ni el control conjunto de la misma.

Usualmente, la existencia de influencia significativa por parte del inversor se evidencia a través de una o varias de las siguientes guías:

- (a) representación en el consejo de administración, u órgano equivalente de dirección de la entidad participada;
- (b) participación en los procesos de fijación de políticas, entre los que se incluyen las decisiones sobre dividendos y otras distribuciones;
- (c) transacciones de importancia relativa entre el inversor y la participada;
- (d) intercambio de personal directivo; o
- (e) suministro de información técnica esencial.

La NIC 27 Estados Financieros Consolidados y separados define **control** como, el poder de dirigir las políticas financieras y de operación de una empresa, para obtener beneficios de sus actividades.

Cuando no hay control ni influencia significativa por parte del inversionista, y por lo general su participación es menor al 20%, estamos frente a una **Inversión no relevante** tratada por la NIC 39; la cual se encuentra dentro del alcance de la norma definida como un activo financiero disponible para la venta.

Cuando existe influencia significativa hablamos de **Inversiones en asociadas**, cuyo tratamiento contable es tratado por la NIC 28. Se presume que el inversor ejerce influencia significativa si posee, directa o indirectamente (por ejemplo, a través de subsidiarias), el 20 % o más del poder de voto en la participada, salvo que pueda demostrarse claramente que tal influencia no existe. A la inversa, se presume que el inversor no ejerce influencia significativa si posee, directa o indirectamente (por ejemplo, a través de subsidiarias), menos del 20 % del poder de voto en la participada, salvo que pueda demostrarse claramente que existe tal influencia. La existencia de otro inversor, que posea una participación mayoritaria o sustancial, no impide que alguien distinto pueda ejercer influencia significativa.

Por último, cuando hay control, lo cual generalmente se representa a través de participaciones mayores al 50%, se trata de **Inversiones en subsidiarias** y la norma de referencia es la NIC 27.

3.1- Inversiones en asociadas⁶

La contabilización de las inversiones en asociadas es tratada por la NIC 28, en la que se establece que una **asociada** es una entidad sobre la que el inversor posee influencia significativa, y no es una subsidiaria ni constituye una participación en un negocio conjunto. La asociada puede adoptar diversas modalidades, entre las que se incluyen las entidades sin forma jurídica definida, tales como las fórmulas asociativas con fines empresariales.

⁶ NIC 28 – Inversiones en Asociadas, revisada en Diciembre 2003. Disponible en link www.ain.gub.uy

Opciones para la medición

Esta NIC establece que en un balance consolidado la inversión en una entidad asociada se contabilizará utilizando el **método de la participación**, excepto cuando:

- (a) la inversión sea calificada como mantenida para la venta de acuerdo con la NIIF 5 *Activos no Corrientes Mantenedos para la Venta y Operaciones Discontinuidas*;
- (b) sea aplicable la excepción del párrafo 10 de la NIC 27, que permite a una controladora, que también tenga inversiones en una asociada, no elaborar estados financieros consolidados; o
- (c) sean aplicables todas las siguientes condiciones:
 - (i) el inversor es, una subsidiaria sin accionistas minoritarios o con accionistas minoritarios (incluyendo a los titulares de acciones sin derecho a voto) que han sido informados de que el inversor no aplicará el método de la participación y no han manifestado objeciones a ello;
 - (ii) los instrumentos de pasivo o de patrimonio del inversor no se negocian en un mercado público (ya sea una bolsa de valores nacional o extranjera, o un mercado no organizado, incluyendo los mercados locales o regionales);
 - (iii) el inversor no registra, ni está en proceso de registrar sus estados financieros en una comisión de valores u otra organización reguladora, con el fin de emitir algún tipo de instrumentos en un mercado público; y
 - (iv) la controladora última, o alguna de las controladoras intermedias, elaboran estados financieros consolidados, disponibles para el público, que cumplen con las Normas Internacionales de Información Financiera.

Método de la participación

Según el método de la participación (también llamado Valor Patrimonial Proporcional - VPP), la inversión en una asociada se registrará inicialmente al costo, y se incrementará o disminuirá su importe en libros para reconocer la porción que corresponde al inversor en el resultado del periodo obtenido por la entidad participada, después de la fecha de adquisición. El inversor reconocerá, en su resultado del periodo, la porción que le corresponda en los resultados de la participada. Las distribuciones recibidas de la participada reducirán el importe en libros de la inversión. Podría ser necesaria la realización de ajustes para recoger las alteraciones que sufra la participación proporcional en la entidad participada, como consecuencia de cambios en el patrimonio neto que la misma no haya reconocido en su resultado del periodo. Entre estos cambios se incluyen los derivados de la revaluación de las propiedades, planta y equipo y de las diferencias de cambio al convertir los estados financieros de negocios en el extranjero. La porción que corresponda al inversor en esos cambios se reconocerá directamente en su patrimonio neto.

No abundaremos en el método de medición de la participación, dado que existe vasta bibliografía al respecto y como mencionamos anteriormente nos basaremos fundamentalmente en la medición de inversiones en acciones a valor razonable.

Estados financieros separados

La norma define estados financieros separados, como los estados financieros de un inversor, ya sea éste una controladora, un inversor en una asociada o un partícipe en una entidad controlada conjuntamente, en los que las inversiones correspondientes se contabilizan a partir de las cantidades directamente invertidas, y no en función de los resultados obtenidos y de los activos netos poseídos por la entidad en la que se ha invertido.

Según la norma, en los estados financieros separados del inversor, la inversión en una asociada se contabilizará de acuerdo a lo que establece la NIC 27, en su sección “Contabilización en los estados financieros separados de las inversiones en subsidiarias, entidades controladas conjuntamente y asociadas

los estados financieros separados”, lo cual se desarrolla en nuestro trabajo en al análisis de inversiones en subsidiarias, tratadas a continuación.

3.2- Inversiones en subsidiarias⁷

Estas inversiones están tratadas por la NIC 27 Estados Financieros Consolidados y Separados.

Dicha Norma será de aplicación en la elaboración y presentación de los estados financieros consolidados de un grupo de entidades bajo el control de una controladora.

En el caso de que la entidad que presente los estados financieros haya optado por presentar estados financieros separados, o esté obligada a ello por las regulaciones locales, a elaborar estados financieros separados, aplicará también esta Norma al contabilizar las inversiones en subsidiarias, entidades controladas conjuntamente y asociadas.

Definiciones previas:

Una **Subsidiaria** es una empresa controlada por otra (conocida como controladora, matriz o dominante)

Una **controladora** es aquella empresa que tiene una o más subsidiarias

Un **grupo de empresas** está formado por el conjunto de la controladora y todas sus subsidiarias.

Estados financieros consolidados son los estados financieros de un grupo de empresas, presentados como si se tratara de una sola entidad contable.

Intereses minoritarios son aquella parte de los resultados netos de las operaciones, así como los activos netos de la subsidiaria, que no pertenecen, bien sea directa o indirectamente a través de otras empresas dependientes, a la controladora del grupo.

⁷ NIC 27 – Estados Financieros Consolidados y separados, revisada en Diciembre 2003.

Disponible en link www.ain.gub.uy

Contabilización en los estados financieros separados de las inversiones en subsidiarias, entidades controladas conjuntamente y asociadas

Cuando se elaboren estados financieros separados, las inversiones en dependientes, entidades controladas de forma conjunta y asociadas que no se clasifiquen como mantenidos para la venta (o estén incluidas en un grupo en desapropiación clasificado como mantenido para la venta) de acuerdo con la NIIF 5, se contabilizarán utilizando una de las dos alternativas siguientes:

- (a) al costo, o
- (b) de acuerdo con la NIC 39.

Se aplicará el mismo tipo de contabilización a cada una de las categorías de inversiones. Las inversiones en dependientes, entidades controladas de forma conjunta y asociadas que se clasifiquen como mantenidas para la venta (o estén incluidas en un grupo de desapropiación clasificado como mantenido para la venta) de acuerdo con la **NIIF 5** se contabilizarán de acuerdo con dicha NIIF.

Las inversiones en entidades controladas de forma conjunta y asociadas que, en los estados financieros consolidados, se contabilicen de acuerdo con la NIC 39, se contabilizarán de la misma manera en los estados financieros separados del inversor.

3.3- Inversiones no relevantes⁸

La NIC 39 trata el reconocimiento y medición de los instrumentos financieros, dentro de este último concepto se encuentran las inversiones no relevantes, dentro de la clasificación activos financieros disponibles para la venta.

⁸ NIC 39 – Instrumentos Financieros: reconocimiento y medición, revisada en Diciembre 2003. Disponible en link www.ain.gub.uy

Definiciones previas:

Activos financieros disponibles para la venta son activos financieros no derivados que se designan específicamente como disponibles para la venta o que no son clasificados como:

- (a) préstamos y partidas por cobrar;
- (b) inversiones mantenidas hasta el vencimiento o
- (c) activos financieros llevados al valor razonable con cambio en resultados.

Valor razonable es la cantidad por la que puede ser intercambiado un activo o cancelado un pasivo entre un comprador y un vendedor interesados y debidamente informados, en condiciones de independencia mutua.

Costos de transacción son los costos incrementales directamente atribuibles a la compra, emisión, venta o disposición por otra vía de un activo o pasivo financiero. Un costo incremental es aquel en el que no se habría incurrido si la entidad no hubiese adquirido, emitido, vendido o dispuesto por otra vía el instrumento financiero.

Medición inicial de activos y pasivos financieros

Al reconocer inicialmente un activo o un pasivo financiero, una entidad lo medirá por su **valor razonable** más, en el caso de un activo o un pasivo financiero que no se contabilice al valor razonable con cambios en resultados, **los costos de transacción** que sean directamente atribuibles a la compra o emisión del mismo.

Medición posterior de activos financieros

A los efectos de la medición de un activo financiero después del reconocimiento inicial, esta Norma clasifica a los activos financieros en las cuatro siguientes categorías:

- (a) activos financieros al valor razonable con cambios en resultados;
- (b) inversiones mantenidas hasta el vencimiento;
- (c) préstamos y cuentas por cobrar;

(d) activos financieros disponibles para la venta.

Estas cuatro categorías se aplicarán para la medición y para el reconocimiento de resultados según esta Norma. Para la presentación de información en los estados contables, la entidad podrá utilizar otras formas de describir estas categorías o de clasificar los instrumentos financieros. La entidad revelará, en las notas, la información requerida por la NIIF 7.

Las inversiones no relevantes como mencionamos anteriormente se encuentran en el alcance de ésta norma dentro de la clasificación activos financieros disponibles para la venta, por lo cual dentro del análisis de la norma nos detendremos solamente en dicha clasificación.

Después del reconocimiento inicial, una entidad medirá los activos financieros, incluyendo aquellos derivados que sean activos, por sus valores razonables, sin deducir los costos de transacción en que pueda incurrir en la venta o disposición por otra vía del activo, salvo para:

las inversiones en instrumentos de patrimonio que no tengan un precio de mercado cotizado de un mercado activo y cuyo valor razonable no pueda ser medido con fiabilidad, y los instrumentos derivados que estén vinculados a dichos instrumentos de patrimonio no cotizados y que deben ser liquidados mediante su entrega, que se medirán al costo.

Deterioro de los activos financieros:

Una entidad evaluará a cada fecha de balance si existe evidencia objetiva de que un activo financiero o un grupo de ellos se han deteriorando. Si tal evidencia existiese, la entidad determinará el importe de cualquier pérdida por deterioro de valor.

Un activo financiero o un grupo de ellos estará deteriorado, y se habrá producido una pérdida por deterioro del valor si, y solo si, existe evidencia objetiva del deterioro como consecuencia de uno o más eventos que hayan ocurrido después del reconocimiento inicial del activo (un “evento que causa la pérdida”) y ese evento o eventos causantes de la pérdida tiene un impacto sobre los flujos de efectivo futuros estimados del activo financiero o del grupo de ellos, que pueda ser estimado con fiabilidad. La identificación de un único

evento que individualmente sea la causa del deterioro podría ser imposible. Más bien, el deterioro podría haber sido causado por el efecto combinado de diversos eventos. Las pérdidas esperadas como resultado de eventos futuros, sea cual fuere su probabilidad, no se reconocerán. La evidencia objetiva de que un activo o grupo de activos están deteriorados incluye la información observable que requiera la atención del tenedor del activo sobre los siguientes eventos que causan la pérdida:

- (a) dificultades financieras significativas del emisor o del obligado;
- (b) incumplimiento de cláusulas contractuales, tales como impagos o moras en el pago de los intereses o el principal;
- (c) el prestamista, por razones económicas o legales relacionadas con dificultades financieras del prestatario, le otorga concesiones o ventajas que no habría otorgado bajo otras circunstancias;
- (d) es probable que el prestatario entre en quiebra o en otra forma de reorganización financiera;
- (e) la desaparición de un mercado activo para el activo financiero en cuestión, debido a dificultades financieras,
- (f) los datos observables indican que desde el reconocimiento inicial de un grupo de activos financieros existe una disminución medible en sus flujos futuros estimados de efectivo, aunque no pueda todavía identificársela con activos financieros individuales del grupo, incluyendo entre tales datos:
 - (i) cambios adversos en el estado de los pagos de los prestatarios incluidos en el grupo; o
 - (ii) condiciones económicas locales o nacionales que se correlacionan con impagos en los activos del grupo.

No desarrollaremos en ésta sección consideraciones respecto al valor razonable establecidas por la NIC 39, dado que dedicaremos un capítulo particular al análisis del mismo, Capítulo 4- Medición a Valor Razonable.

CAPITULO IV

MEDICIÓN A VALOR RAZONABLE

Dado que el tema que trata el presente capítulo es el que consideramos eje de nuestro trabajo, comenzaremos presentando la definición del concepto para luego introducirnos en los distintos enfoques y sus respectivas técnicas de valuación y cómo estas se aplican en la medición de acciones.

4.1- Concepto

Comenzaremos con la definición dada por la NIC 39⁹ en su párrafo 9:

Valor razonable es la cantidad por la que puede ser intercambiado un activo o cancelado un pasivo entre un comprador y un vendedor interesados y debidamente informados, en condiciones de independencia mutua.

En el párrafo 48 la norma establece consideraciones respecto al valor razonable:

La mejor evidencia del valor razonable son los precios cotizados en un mercado activo. Si el mercado de un instrumento financiero no fuera activo, una entidad determinará el valor razonable utilizando una técnica de valoración.

En su guía de aplicación (Apéndice A) la norma indica, que un instrumento financiero se considera como cotizado en un mercado activo si los precios de cotización están fácil y regularmente disponibles a través de una bolsa, de intermediarios financieros, de una institución sectorial, de un servicio de fijación de precios o de un organismo regulador, y esos precios reflejan transacciones de mercado actuales que se producen regularmente, entre partes que actúan en situación de independencia mutua.

El objetivo de utilizar una técnica de valoración es determinar el precio de transacción que se hubiera alcanzado en un intercambio entre partes que

⁹ NIC 39 – Instrumentos Financieros: reconocimiento y medición, revisada en Diciembre 2003.

Disponible en link www.ain.gub.uy

actúen en condiciones de independencia mutua, realizado en la fecha de medición, y motivado por circunstancias normales del negocio.

Para cumplir con dicho objetivo establecido por la norma, una entidad debe tener en cuenta toda la información que esta disponible en el mercado al medir el valor razonable de sus instrumentos.

Cuando se utiliza una técnica de valoración, se debe revisar periódicamente el modelo utilizado, comparando sus resultados con la información observable para verificar que refleje el valor razonable y para detectar posibles deficiencias del modelo.

Como se mencionó anteriormente, cuando una entidad utiliza una técnica de valuación para medir el valor razonable debe maximizar el uso de factores observables y minimizar el uso de factores no observables.

Según el IASB en su artículo Measuring and Disclosing the Fair Value of Financial Instruments in markets that are no longer active¹⁰ la iliquidez en algunos mercados financieros observada durante la crisis financiera internacional del año 2008, ha remarcado que se deben considerar los siguientes aspectos al analizar las técnicas de valuación a utilizar, ya que podrían no cumplir con el objetivo de la medición a valor razonable:

- a) utilización de estimaciones gerenciales
- b) tipo de mercado en el que se actúa y sus características
- c) existencia de transacciones forzosas
- d) interpretación de las diferentes estimaciones de valor razonable
- e) necesidad de ajustes de valoración

Desarrollando lo establecido por la NIC 39, la utilización de una técnica de valoración se debe dar cuando no existen datos observables en el mercado, o cuando sea necesario realizar ajustes sobre los factores observables. Aun cuando el precio de una transacción observable esté disponible, la entidad

¹⁰ IASB Expert Advisory Panel – “Measuring and Disclosing the Fair Value of Financial Instruments in markets that are no longer active” - Octubre 2008. Disponible en link:

www.iasb.org

podría tener que realizar ajustes en el precio, necesarios para llegar al valor razonable.

Cuando un ajuste es significativo para la medición del valor razonable e involucra factores no observables, se pueden utilizar varias técnicas de valoración para corroborar los resultados de cada modelo (por ejemplo, una entidad puede utilizar tanto un modelo de flujo de caja como un modelo basado en observar los precios de mercado). En estas circunstancias, la entidad considera (y pondera), las diferentes técnicas de valoración para llegar al valor razonable de los instrumentos, poniendo más peso sobre los enfoques que utilizan factores observables.

No existe una línea divisoria específica entre los mercados activos y los inactivos. Sin embargo, la mayor distinción entre los precios observados en mercados activos y los observados en mercados inactivos es que, normalmente, para mercados inactivos la entidad tiene que poner más trabajo en el proceso de valoración para obtener garantías de que el precio de transacción proporciona evidencia del valor razonable, o para determinar los ajustes a los precios de transacción que son necesarios para medir el valor razonable del instrumento. La cuestión que debe abordarse por tanto, no tiene que ver con la actividad del mercado en sí, sino sobre si el precio de la transacción representa efectivamente el valor razonable.

Un mercado inactivo puede estar caracterizado por un descenso significativo en el volumen y nivel de actividad comercial; cuando los precios disponibles varían significativamente a lo largo del tiempo o entre los participantes en el mercado o cuando los precios no son actuales. Sin embargo estos factores considerados individualmente no necesariamente indican que el mercado no es activo.

Otro aspecto a considerar es la existencia de transacciones forzosas en el mercado, en las cuales se obtiene un precio contrario al que deriva de una operación ordenada; por lo tanto, las transacciones forzosas no forman parte de la medición del valor razonable.

La NIC 39 en el párrafo G69 del Apéndice A indica que en la definición de valor razonable subyace la presunción de que la entidad es un negocio en marcha, sin ninguna intención o necesidad de liquidar, reducir de forma material la

escala de sus operaciones o de celebrar transacciones en términos desfavorables para la misma. Por lo tanto, el valor razonable no es el importe que la entidad recibiría o pagaría en una transacción forzada, liquidación involuntaria o venta urgente.

No es apropiado concluir que todas las operaciones de un mercado inactivo representan transacciones forzadas. Indicadores de este tipo de transacciones podrían incluir entre otras, un requisito legal para realizar transacciones, por ejemplo, una cláusula contractual; la necesidad de desprenderse inmediatamente de un activo sin tiempo suficiente para comercializarlo o la existencia de un único comprador potencial como resultado de restricciones legales o de tiempo.

La determinación de si una transacción fue realizada en forma forzada requiere una profunda comprensión de los hechos y circunstancias de la transacción.

Para incrementar la consistencia y comparabilidad de la medición del valor razonable, el IASB¹¹ busca establecer una jerarquía de fair value que prioriza en tres niveles los factores a utilizar en las técnicas de valuación.

La jerarquía del fair value da la mayor prioridad a los precios de cotización en mercados activos (sin ajustar) para activos o pasivos idénticos (Factores de Nivel 1) y la menor prioridad a los factores no observables (Factores de Nivel 3).

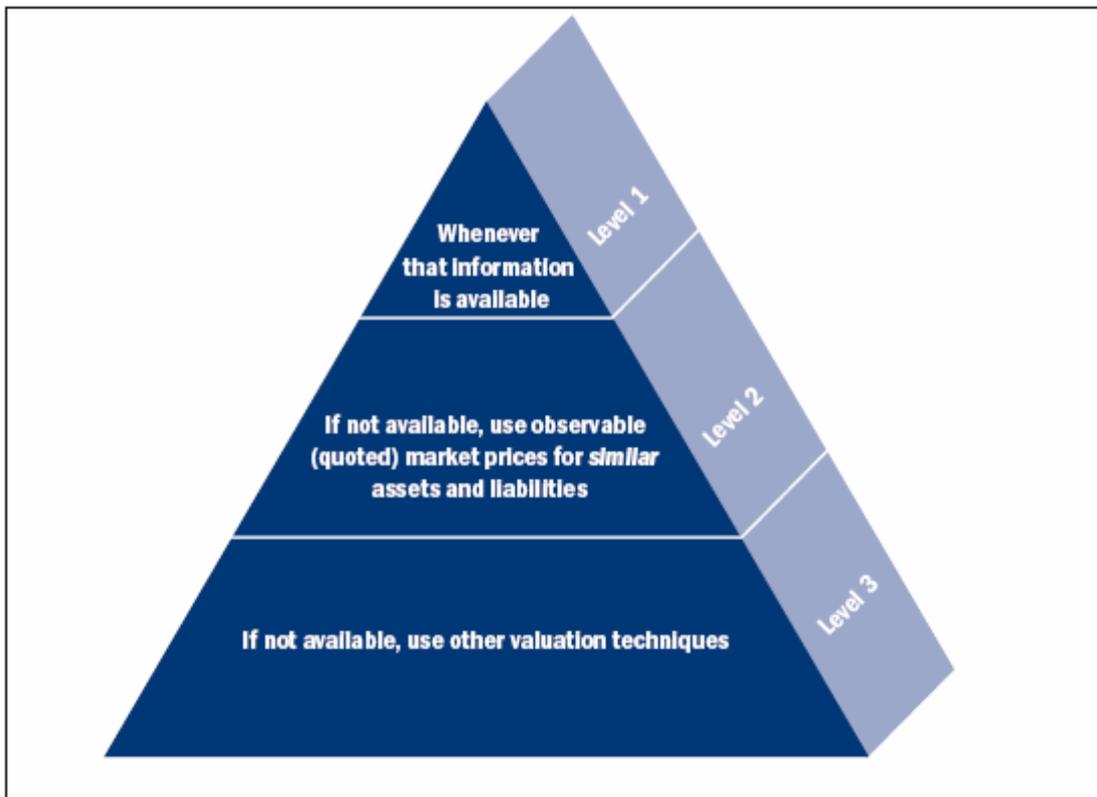
En algunos casos, los distintos factores usados para la medición del valor razonable pueden ser categorizados en diferentes niveles de la jerarquía. En estos casos, la medición del valor razonable es categorizada en su totalidad en el mismo nivel en el que es categorizado el factor de menor nivel que es significativo para la medición.

Evaluar la importancia de un determinado factor en toda la medida requiere de juicio, teniendo en cuenta factores específicos del activo o pasivo.

¹¹ IASB Exposure Draft – “Fair Value Measurement” – Mayo 2009. Disponible en link: www.iasb.org

La disponibilidad de factores relevantes y su relativa subjetividad puede afectar la selección de apropiadas técnicas de valuación. Sin embargo, la jerarquía del fair value categoriza a los factores no a las técnicas usadas para medirlo. Por ejemplo, un valor razonable hallado utilizando una técnica de valor presente podría ser categorizado dentro de la categoría de nivel 2 o 3, en función de los insumos que son significativos para realizar la medición y el nivel dentro de la jerarquía en el que estos factores son categorizados. Si factores observables requieren ajustes significativos usando factores no observables, la medida del valor resultante es de Nivel 3.

La jerarquía de fair value desarrollada por US FASB¹² que fue tomada por el IASB queda representada por la siguiente pirámide:



¹² FASB Exposure Draft – “Fair Value Measurement” – Junio 2004. Disponible en link: www.fasb.org

Factores de nivel 1

Los factores de nivel 1 son los precios de cotización (no ajustados) a los cuales la entidad pueda tener acceso a la fecha de la medición, en mercados activos para instrumentos idénticos.

Si bien una entidad puede tener acceso al mercado a la fecha de la medición, esto no necesariamente indica que tengan la capacidad de vender el activo o transferir el pasivo en esa fecha, por ejemplo si existe una restricción para vender el activo.

Si un participante del mercado considerara una restricción a la venta de un activo al determinar su precio, la entidad debería ajustar el precio de mercado para reflejar el efecto de esa restricción. Ese ajuste no es un factor de nivel 1 y si el mismo es significativo, la medición se clasificará en un nivel más bajo en la jerarquía del fair value.

Factores de nivel 2

Los factores de nivel 2 son aquellos no incluidos en los precios de cotización del nivel 1, que son observables para el activo o pasivo, ya sea directamente (como los precios) o indirectamente (es decir, derivados de los precios). Si el activo o pasivo tiene un plazo contractual específico, un factor de nivel 2 debe ser observable para la totalidad de la vigencia de ese activo o pasivo.

Entre los factores de nivel 2 se incluyen los siguientes:

- (a) los precios cotizados para activos o pasivos similares en mercados activos
- (b) precios de cotización para los mismos o similares activos o pasivos en mercados que no son activos.
- (c) factores que no sean precios de cotización que sean observables para el activo o pasivo (por ejemplo, las tasas de interés y curvas de rendimiento, inestabilidad, riesgos de crédito)
- (d) los factores que deriven de o sean corroborados por datos observables del mercado.

Los ajustes a realizar a los factores de nivel 2 variarán dependiendo de las características específicas del activo o pasivo. Estas características incluyen las condiciones o ubicación del activo, el volumen o nivel de actividad en el mercado en el que los factores son observables. Un ajuste significativo para la medición en su totalidad puede resultar en una categorización de la misma como nivel 3 dependiendo el nivel en el que estén categorizados los factores en la jerarquía de fair value.

Factores de nivel 3

Los factores de nivel 3 son aquellos que no se basan en datos observables de mercado. Estos factores no observables se utilizarán para medir el valor razonable en la medida en que los factores observables no estén disponibles. Los factores no observables reflejarán las presunciones que los participantes del mercado usarían al fijar el precio del activo o pasivo, incluidos los supuestos sobre riesgos.

Los factores no observables se desarrollarán utilizando la mejor información disponible, que podrían incluir datos de la propia entidad.

Al estudiar los factores no observables, una entidad debería comenzar con sus propios datos, los que ajustará si la información disponible indica razonablemente que:

- (a) otros participantes del mercado utilizarían otros datos
- (b) hay condiciones particulares de la entidad que no están disponibles para otros participantes del mercado y la entidad es capaz de cuantificar dichas condiciones

La entidad no necesita hacer esfuerzos exhaustivos para obtener información acerca de las presunciones de los participantes del mercado. Sin embargo, una entidad no debe ignorar dicha información si la misma está razonablemente disponible.

4.2- Enfoques

Existen fundamentalmente tres enfoques de la medición del valor razonable¹³:

- Enfoque de mercado
- Enfoque de ingresos
- Enfoque de costo

Cada enfoque sirve de base a un grupo de técnicas de medición, pero es importante destacar que cada enfoque no es independiente de los otros sino que están interrelacionados; generalmente se considera más de un método para la medición del valor razonable.

Dado que la determinación del valor razonable no es una ciencia exacta, es común que para corroborar los resultados obtenidos de la aplicación de un método se utilicen otro u otros métodos. Según AICPA¹⁴, si el encargado de la medición ha aplicado varios métodos y un resultado es significativamente distinto de los otros, debe evaluar e informar las razones de dichas diferencias; ya que las diferencias significativas son un indicador de que el valuador debería revisar los métodos, los supuestos utilizados y los cálculos realizados. Agrega que si uno o más de los tres enfoques no es utilizado, el valuador debería comunicar en el informe de valuación, la razón por la cual dicho enfoque no fue utilizado.

A continuación se da una breve reseña de cada uno de los enfoques para luego, en el capítulo 4.3 introducirnos en la descripción de cada una de las técnicas y su posible aplicación a la determinación del valor de las inversiones en acciones.

¹³ AICPA PRACTICE AID- Valuation of privately-held-company equity securities issued in other than a business combination- an overview. Julio 2003. Disponible en link:

<http://www.ifacnet.com>

¹⁴ AICPA PRACTICE AID- Valuation of privately-held-company equity securities issued in other than a business combination- an overview. Julio 2003. Disponible en link:

<http://www.ifacnet.com>

4.2.1- Enfoque de mercado

El enfoque de mercado basa la medición del valor razonable en el valor que indica la información disponible sobre otras empresas similares o transacciones comparables.

Bajo este enfoque, el encargado de la medición examina las inversiones en acciones (de partes no relacionadas) de empresas comparables, o examina transacciones de acciones comparables de empresas comparables.

Junto a este enfoque también pueden ser utilizados indicadores financieros y no financieros para determinar el valor razonable de las acciones de la empresa analizada.

Si la información sobre empresas comparables está disponible, puede que los encargados de la valuación utilicen indicadores financieros como los siguientes:

- Precio / Flujo de caja (“price to cash flow”)
- Precio / Ganancias (“price to earnings”)
- Valor de mercado del capital invertido (MVIC- de su expresión en inglés “market value of invested capital) / EBIT por sus siglas en inglés: Earnings Before Interest and Taxes, es decir, a las ganancias antes de intereses e impuestos.
- MVIC / EBITDA por sus siglas en inglés: Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization, es decir, a las ganancias antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones.
- Precio / Activos o Patrimonio (“price to assets or equity”)
- MVIC / Ingresos (“MVIC to revenue”)

Los encargados de la medición también pueden utilizar indicadores no financieros, utilizados generalmente en cada industria particular. Según el AICPA¹⁵, el uso de estos indicadores no financieros se ha ampliado en los últimos años, en parte por las recomendaciones del Comité especial de

¹⁵ AICPA PRACTICE AID- Valuation of privately-held-company equity securities issued in other than a business combination- an overview. Julio 2003. Disponible en <http://www.ifacnet.com>

información financiera de la institución y por las realizadas por el FASB en su informe “Improving Business Reporting: Insights into Enhancing Voluntary Disclosures”. Además, puede suceder que las empresas que están en etapas iniciales no puedan utilizar algunos indicadores tradicionales dado que por ejemplo, las empresas no han obtenido ganancias, y por lo tanto, los indicadores no financieros deben ser utilizados de forma conjunta con la cantidad limitada de indicadores financieros aplicables.

El AICPA¹⁶ entiende que este enfoque tiene una limitación significativa puesto que es poco probable que existan verdaderos “comparables”; y agrega que esta limitación es más aún visible para empresas que estén en las etapas 1 y 2 de su desarrollo económico.¹⁷

Al aplicar un método basado en este enfoque, el valuador debería considerar cualquier acontecimiento de importancia que afecte el valor y que diferencie los comparables. Además, debería considerar las diferencias entre acciones preferidas y simples y entre compañías de información pública y privada.

El supuesto clave del enfoque de mercado es que la compañía o transacción comparable seleccionada sea verdaderamente comparable. Sin embargo, como se mencionó anteriormente, casi siempre es difícil encontrar verdaderos comparables. Con el fin de lograr la comparabilidad, el encargado de la medición puede necesitar realizar ajustes (aplicar descuentos o primas) a la valuación inicial basada en una comparación con una empresa o transacción que en algún aspecto no es comparable con la que se está queriendo valorar. Generalmente estos ajustes están relacionados con factores tales como la diferencia de tamaño de la empresa, capital de trabajo, liquidez, rentabilidad y capacidad de comercialización.

¹⁶ AICPA PRACTICE AID- Valuation of privately-held-company equity securities issued in other than a business combination- an overview. Julio 2003. Disponible en <http://www.ifacnet.com>

¹⁷ La relación entre la determinación del valor razonable y la etapa de desarrollo en la que se encuentra la empresa será desarrollada en la **Sección 4.4**.

Particularmente si se están valuando empresas que están en las primeras etapas de desarrollo económico, no sólo se asume que la industria, el tamaño, la comercialización de los productos o servicios y los equipos gerenciales son comparables, sino que también se asume que la etapa de desarrollo es comparable. Este último supuesto generalmente vuelve al enfoque de mercado poco práctico para las empresas en las primeras etapas de desarrollo, dado que la información de precios para dichas empresas es difícil, sino imposible, de encontrar. Además, aunque se encuentre información de precios, la comparabilidad entre empresas en estas etapas es difícil de alcanzar.

Generalmente, en estos casos, este enfoque se utiliza como un test de razonabilidad de los valores obtenidos de la aplicación de los otros enfoques.

Los métodos comúnmente utilizados bajo este enfoque son¹⁸:

1. Método de la orientación a la empresa (Guideline Company Method)
2. Método de la orientación a las transacciones (Guideline Transactions Method)

Ambos métodos se desarrollan en profundidad en la sección 4.3.1 - Métodos dentro del enfoque de mercado.

¹⁸ AICPA PRACTICE AID- Valuation of privately-held-company equity securities issued in other than a business combination- an overview. Julio 2003. Disponible en <http://www.ifacnet.com>

4.2.2-Enfoque de ingresos

El enfoque de ingresos o su expresión en inglés, “Income approach” se basa en la premisa de que el valor de un activo es el valor actual de la capacidad de generar ganancias futuras que se encuentran disponibles para su distribución a los inversores dueños de dichos activos.

Bajo este enfoque comúnmente se utilizan cuatro métodos principales¹⁹:

1. Flujo de caja descontado (“Discounted cash flow”– DCF)
2. Flujo de caja capitalizado (“Capitalized cash flow” – CCF)
3. Flujo de caja excedente (“Excess cash flow” – ECF)
4. Método de las regalías (Relief from Royalty Method)

Dichos métodos se desarrollan en profundidad en la sección 4.3.2 - Métodos dentro del enfoque de ingresos.

Las bases del enfoque de ingresos contrastan con el enfoque de costos, que como veremos a continuación, se centra en lo que pasó en el pasado. El enfoque de ingresos intenta convertir beneficios económicos futuros en un valor presente y, según el AICPA²⁰, cuenta con un fuerte apoyo conceptual de muchas fuentes.

En primer lugar, está en conformidad con la definición de Activo del Marco Conceptual²¹:

- (a) Un activo es un recurso controlado por la empresa como resultado de sucesos pasados, del que la empresa espera obtener, en el futuro, beneficios económicos.

¹⁹ AICPA PRACTICE AID- Valuation of privately-held-company equity securities issued in other than a business combination- an overview. Julio 2003. Disponible en <http://www.ifacnet.com>

²⁰ AICPA PRACTICE AID- Valuation of privately-held-company equity securities issued in other than a business combination- an overview. Julio 2003. Disponible en <http://www.ifacnet.com>

²¹ IASC. Marco Conceptual para la preparación y presentación de estados financieros. Abril 1989.

En segundo lugar, está de acuerdo con la literatura financiera que atribuye valor a las expectativas razonables de beneficios económicos futuros.

Y tercero, está en concordancia con los conceptos establecidos en el enfoque de mercado. Un precio de mercado es teóricamente el consenso de un gran número de compradores y vendedores no relacionados, mientras que el enfoque de ingresos puede ser utilizado para simular un precio de mercado cuando no hay mercados activos para el activo a ser valuado. Sin embargo, el enfoque de ingresos difiere del de mercado en que, aunque el enfoque de mercado se basa en precios de mercado y también en supuestos; en muchos casos el enfoque de ingresos se basa en supuestos específicos de la empresa (siempre que esos supuestos no sean inconsistentes con los supuestos del mercado).

4.2.3-Enfoque de costo

El concepto implícito en el enfoque de costo (también llamado enfoque basado en los activos o su expresión en inglés “Asset Based Approach”) es que el valor razonable de un activo o incluso de una empresa es estimado por el costo corriente de reemplazar o reproducir el activo o el negocio entero.

El valor de una empresa bajo este enfoque es equivalente al valor razonable de sus activos menos el valor razonable de sus pasivos. Cada componente de la empresa es valorado separadamente.

El valuador estima el valor de dichos componentes, como el costo de reemplazar o reproducir cada activo y pasivo, considerados individualmente.²²

Este enfoque es usualmente utilizado para estimar el valor de activos específicos como mejoras, estructuras especiales, sistemas, maquinarias y equipos. Sin embargo, dada su naturaleza, el enfoque del costo es difícil de aplicar para estimar el valor razonable de un negocio operativo completo.

De los tres enfoques de valuación, el enfoque de costo es generalmente considerado el más débil desde un punto de vista conceptual.

No obstante, sirve como chequeo de los otros dos enfoques: de mercado y de ingresos, y proporciona un valor en caso de que los datos disponibles para el uso de éstos sean insuficientes o especulativos.²³

Dentro de este enfoque, los métodos utilizados son²⁴:

1. Costo de reemplazo
2. Costo de reproducción

²² Trugman, Gary R. -“Essentials of Valuing a Closely Held Business”. AICPA. Año 2009.

²³ AICPA PRACTICE AID- Valuation of privately-held-company equity securities issued in other than a business combination- an overview. Julio 2003. Disponible en link <http://www.ifacnet.com>

²⁴ AICPA PRACTICE AID- Valuation of privately-held-company equity securities issued in other than a business combination- an overview. Julio 2003. Disponible en link <http://www.ifacnet.com>

Ambos métodos se desarrollan en profundidad en la sección 4.3.3 - Métodos dentro del enfoque de costo.

4.3- Métodos

Luego de haber introducido los distintos enfoques de valuación, pasaremos a describir cada uno de los métodos señalados. Es necesario aclarar que los distintos métodos que se exponen a continuación, pueden ser aplicados a la valuación de inversiones en acciones por dos vías distintas: se pueden aplicar directamente a la valuación de las inversiones, o de forma indirecta, valuando la empresa en la que se ha invertido, para luego calcular el valor de la inversión, aplicando el porcentaje de participación en la misma.

Agregamos que la siguiente presentación no pretende determinar cuál método es de mayor aplicabilidad ni la recomendación de la utilización de ninguno en particular; sino simplemente exponer cada uno de los métodos disponibles y presentar las características así como sus ventajas y desventajas frente a situaciones particulares.

Aclarando que, como se señaló anteriormente en nuestro trabajo, la selección del o de los métodos a utilizar requiere de un análisis pormenorizado de las características particulares de la inversión y de la información disponible.

El siguiente es un extracto de los Principios de la práctica de valuación del American Society of Appraisers²⁵ sobre la selección del método de valuación: “El procedimiento y el método para determinar el valor, es un asunto que debe ser decidido por el valuador- éste no puede ser responsabilizado por el resultado a menos que haya tenido libertad en la elección del proceso. Sin embargo, las buenas prácticas de valuación requieren que el método seleccionado sea adecuado al propósito, abarque la consideración de todos los factores que influyen en el valor y que sea presentado de manera clara y lógica”.

²⁵ American Society of Appraisers- Principles of Appraisal Practice and Code of Ethics.

Disponible en link: <http://www.appraisers.org>

4.3.1- Métodos dentro del enfoque de mercado

El enfoque de mercado se basa en comparaciones con otras empresas para estimar el valor de las acciones. Este enfoque utiliza métodos que comparan la inversión objeto de valuación con empresas o acciones de otras empresas, que hayan sido comercializadas.

4.3.1.1- Método de orientación a la empresa (Guideline company method)

El método de la orientación a la empresa utiliza compañías similares, que cotizan en bolsa, como fuente para elaborar indicadores de mercado que son usados para determinar el valor de la compañía valuada.

El Cr. Rodrigo Ribeiro en su libro “Valuación de empresas- Fundamentos y prácticas en mercados emergentes”²⁶ establece que, básicamente “*el enfoque de mercado asume que el valor de una empresa debería ser aproximadamente igual al precio que el mercado paga por empresas de similares características, es decir, empresas comparables.*”

Sin embargo, el término de empresas comparables ha sido reemplazado por el término compañías de referencia (o su expresión en inglés “guideline companies”). Este último término ha sido promovido por la American Society of Appraisers²⁷, dado que, no existen dos compañías que sean realmente comparables, sino que la información acerca de compañías similares a la que está siendo valuada, puede proporcionar orientación para el proceso de valuación.

Las “guideline companies” ideales son aquellas compañías que participan en la misma industria de la que está siendo valuada; si no existe información suficiente en la misma industria, puede ser necesario considerar compañías en industrias relacionadas con una similitud en las características relevantes,

²⁶ Ribeiro, Rodrigo. Valuación de Empresas-Fundamentos y Prácticas en Mercados Emergentes. KPMG. Marzo 2008.

²⁷ American Society of Appraisers- Business Valuation Standards. Año 2008. Disponible en link: <http://www.appraisers.org>

como mercados, productos, crecimiento o variabilidad cíclica. Estas compañías deben ser evaluadas en cuanto a tamaño, estructura de capital y tendencia de ventas y ganancias. Para reflejar plenamente el análisis y la valuación del mercado, sus acciones deben ser activamente comercializadas. El analista debe a menudo ejercer una importante dosis de juicio para determinar qué empresas son lo suficientemente similares como para ser utilizadas como guidelines companies.²⁸

Según la resolución del Internal Revenue Service- “Ruling 59-60”²⁹, la valuación de acciones es en definitiva, una profecía sobre el futuro y debe basarse en los datos disponibles a la fecha en la que la valuación es requerida; y agrega que, generalmente, los precios de las acciones que son comercializadas en un mercado libre y activo, con personas informadas, son lo que mejor refleja la opinión de los inversores en cuanto a lo que depara el futuro para las empresas. Una acción de capital privado no es frecuentemente comercializada o se comercializa en un mercado en los que no existen condiciones de igualdad entre las partes, por lo que se necesita utilizar otra medida de valor. En muchas circunstancias, la mejor medida que puede ser encontrada es el precio al que las acciones de compañías involucradas en la misma o similar línea de negocios, son vendidas en un mercado libre y abierto.

En su sección “Factores a considerar” la Ruling 59-60 establece que, en efecto, cuando se están valuando valores no cotizados, el valor de las acciones de compañías involucradas en la misma línea de negocios o similar, que sean cotizadas en bolsa, debe ser tenido en cuenta; y marca como una consideración importante que, las compañías usadas para las comparaciones deben comercializar sus acciones activa y públicamente. El factor esencial en esto, es que las acciones que cotizan en un mercado activo, público y gratuito, brindan una importante evidencia del valor a la fecha de la valuación.

²⁸ Hitchner, James R.: “Financial valuation: applications and models”. Año 2003. Disponible en link <http://books.google.com>

²⁹ IRS (Internal Revenue Service)- Ruling 59-60. Disponible en link: <http://www.hantzmonwiebel.com>

Agrega que, al seleccionar las compañías para las comparaciones, se debe tener cuidado de utilizar sólo compañías comparables.³⁰ Aunque el único requisito expuesto en cuanto a las compañías comparables es que sus líneas de negocios sean los mismos o similares al de la compañía valuada, es evidente que se deben considerar otros factores relevantes a fin de obtener la comparación más válida posible. El ejemplo citado en la Ruling 59-60 es el de una compañía que tiene una o más clases de acciones preferidas, bonos u obligaciones, además de sus acciones comunes. Este tipo de compañías no deben ser consideradas para ser directamente comparadas con una que sólo tiene acciones ordinarias en circulación. De igual manera, una empresa con un negocio en declive y mercados en disminución, no es comparable con una que tiene progresos extraordinarios y una gran expansión de sus mercados.

Además de los factores considerados por la Ruling 59-60, existen otros a los que se debe dar especial atención al buscar potenciales guideline companies. Entre estos, el tamaño es una de las principales características a tener en cuenta. La utilización de compañías más grandes o más pequeñas que la que es objeto de valuación puede dar lugar a conclusiones erróneas. Según el autor estadounidense Gary Trugman³¹, una restricción de tamaño de 10 a 25 veces el volumen de ventas de la compañía valuada es apropiada a la hora de evaluar si una empresa puede ser utilizada como guideline company, aunque también agrega que siempre debe aplicarse el sentido común y evaluar cada caso.

Funcionamiento del método

De lo dicho anteriormente, se deduce que la premisa de este método es que cuando no se cuenta con información sobre el valor de las acciones que están siendo valuadas, se recurre al mercado para observar los precios a los que compañías similares están siendo comercializadas.

³⁰ Como se mencionó anteriormente este término ha sido reemplazado por el de *guideline companies*, según lo establecido por la American Society of Appraisers.

³¹ Trugman, Gary R.: "Understanding Business Valuation: A Practical Guide to Valuing Small to Medium-Sized Business". Año 2002. AICPA.

La mecánica del método requiere que el analista utilice el precio de las acciones de la compañía de información pública junto con otros factores, para crear un ratio de precio (pricing multiple). Con ciertos ajustes, el ratio es aplicado al objeto de valuación, para estimar el valor del mismo.

Un ratio de precio (pricing multiple), es una relación entre el precio de una acción que cotiza en bolsa y algunas otras variables como ganancias, ventas o valor en libros, de empresas que cotizan en bolsa

Según Gary Trugman, en su libro “Essentials of valuing a closely held business”³² el procedimiento más utilizado es la aplicación de un ratio de precio/ganancias al objeto de la valuación a fin de estimar su valor.

Si bien este ratio es el más común, también pueden ser utilizados otros, entre los cuales los más comunes son:

- Precio / ganancias netas
- Precio / ganancias antes de impuestos
- Precio / Flujo de caja
- Precio / capacidad de distribuir dividendos o rendimiento del dividendo (dividend capacity or dividend yield)
- Precio / valor en libros
- Valor de mercado del capital invertido (MVIC)³³ / ingresos
- Valor de mercado del capital invertido (MVIC) / ingresos operativos
- Valor de mercado del capital invertido (MVIC) / beneficios brutos
- Valor de mercado del capital invertido (MVIC) / EBITDA
- Valor de mercado del capital invertido (MVIC) / EBITD

Así, un indicador precio / ganancias será aplicado a las ganancias de la compañía, uno que relaciona precio con el flujo de caja se aplicará al flujo de caja de la compañía y así sucesivamente.

³² Trugman, Gary R.: “Essentials of valuing a closely held business”. Año 2009. AICPA

³³ MVIC= Market value of invested capital

Una vez que los ratios son derivados del mercado, estos deben ser ajustados por las diferencias entre la compañía objeto de valuación y las guidelines companies. Generalmente, el riesgo, junto con otras características, juega un rol importante en el proceso de ajuste. En este proceso, el valuador debe considerar por lo menos los siguientes riesgos:

- Riesgo económico
- Riesgo del negocio
- Riesgo operativo
- Riesgo financiero
- Riesgo de los activos
- Riesgo de los productos
- Riesgo de mercado
- Riesgo tecnológico
- Riesgo de las regulaciones
- Riesgo legal

Según Trugman³⁴ la ventaja de usar ratios derivados de guidelines companies es que los precios en el mercado de valores son establecidos por muchas transacciones entre compradores y vendedores reales. Mientras que, una desventaja de la utilización de esta metodología es que es difícil encontrar compañías que sean lo suficientemente similares a la que es objeto de valuación. Otra desventaja es que la información es frecuentemente calculada de distinta forma dependiendo de los datos disponibles, por lo que esto puede dar lugar a conclusiones erróneas si el valuador no es lo suficientemente cuidadoso para garantizar la coherencia en la aplicación de la metodología. Por ejemplo, un ratio precio/ganancias se puede basar en las ganancias de los

³⁴ Trugman, Gary R.: "Essentials of valuing a closely held business". Año 2009. AICPA

últimos 12 meses, las ganancias del último ejercicio fiscal o a las ganancias proyectadas para el próximo ejercicio. De cada uno de estos cálculos resulta un ratio distinto, por lo que el valuador debe ser cuidadoso.

4.3.1.2- Método de orientación a las transacciones (Guideline transactions method)

El método de las transacciones, es un método dentro del enfoque de mercado, en el que se utilizan indicadores de precios derivados de transacciones comparables. Estas transacciones son aquellas operaciones que involucran compañías que participan en las mismas líneas de negocio o similares que la que está siendo valuada.

En este método la información sobre transacciones es utilizada de manera similar al método de la orientación a la empresa descrito anteriormente; en lugar de seleccionar guideline companies, se usan transacciones reales que involucran compañías similares, para determinar los ratios de precios (pricing multiples).

Los principios básicos del método de la transacción son los mismos que los comentados en el método anterior. Las diferencias en su implementación se deben a la diferencia en la información disponible.

Una de las características más importantes es que las transacciones que se toman como referencias no ocurren en la fecha de valoración, por lo que los analistas deberán decidir que tan atrás en el tiempo irán buscando transacciones. El analista también debe considerar indicadores de mercado y ajustar posibles diferencias en las condiciones económicas y de la industria, tomando los efectos que se pueden haber producido entre las fechas de las transacciones registradas y la fecha efectiva de la valoración³⁵.

A fin de obtener una orientación significativa para la valuación, es necesario examinar y, a menudo, ajustar las diferencias entre la transacción de referencia y el objeto de la valuación, relacionadas con lo que se incluye o no en la transacción y las condiciones de la misma.

³⁵ Pratt, Shannon P.: "The market approach to valuing businesses". Año 2005. Disponible en link <http://books.google.com>

Al igual que en el método anterior, debe considerarse el desarrollo de ratios de valuación, pero aquí estos son derivados de transacciones guías.

Las transacciones que involucran venta, fusión o adquisición de empresas, acciones, títulos y activos intangibles, pueden proporcionar información objetiva y datos empíricos para desarrollar los ratios que se utilizarán en la valuación.

Las transacciones guías ideales son las que se llevan a cabo en la misma industria que la compañía que se está valuando.

Sin embargo, si hay insuficiente información transaccional disponible en la industria, puede ser necesario seleccionar otras transacciones que involucren otras compañías que tengan similitudes subyacentes con la que está siendo objeto de valuación, en relación a las características de la inversión como los mercados, productos, crecimiento, variabilidad cíclica y otros factores relevantes. También pueden ser consideradas transacciones anteriores de la propia compañía valuada como transacciones guías para la valuación.³⁶

Búsqueda y selección de transacciones guías

Según lo establecido por el American Society of Appraisers³⁷, cuando se utiliza este método, se requiere que la búsqueda de transacciones de acciones de compañías similares a la que es objeto de valuación, sea cuidadosa y objetiva, para establecer la credibilidad del análisis de valuación.

El procedimiento de búsqueda de transacciones guías debe incluir criterios para la exploración y selección.

Señala también que es necesario obtener y analizar la información financiera y operativa relevante de las compañías involucradas en las transacciones tomadas como referencia, y que debe considerarse la oportunidad de realizar ajustes a la información financiera de la compañía objeto de valuación y las compañías involucradas en las transacciones de referencia para minimizar las diferencias en el tratamiento contable cuando las diferencias son significativas.

³⁶ American Society of Appraisers- Business Valuation Standards. Año 2008. Disponible en link: <http://www.appraisers.org>

³⁷ American Society of Appraisers- Business Valuation Standards. Año 2008. Disponible en link: <http://www.appraisers.org>

Los factores inusuales o no recurrentes deben ser analizados y ajustados cuando sea apropiado.

Así como se mencionó en el método anterior, en este método las comparaciones también se realizan a través de la utilización de ratios.

Los ratios utilizados son los mismos que los enumerados en el método guideline company.

El cálculo y el uso de tales ratios pueden proporcionar una visión significativa sobre el valor del objeto de valuación, considerando todos los factores relevantes.

El American Society of Appraisers³⁸ señala que se debe tener especial cuidado con respecto a los siguientes factores:

1. La selección de información subyacente para el cálculo de los ratios de valuación.
2. La selección de los períodos de tiempo y los métodos para el promedio de los datos.
3. El cálculo de los ratios, que deriven de la relación de los precios en las transacciones de referencia con información financiera, operativa o física de las correspondientes compañías involucradas en las transacciones.
4. El momento en el que se pactaron los precios de las transacciones de referencia (en relación a la fecha de la efectiva valuación).
5. De qué manera son seleccionados y aplicados los ratios a la información de la compañía valuada.

Varios ratios de valuación pueden ser seleccionados para su aplicación a la empresa objeto de valuación. Estos ratios pueden requerir ajustes por diferencias en factores cualitativos y cuantitativos entre las compañías involucradas en las transacciones guías y la que está siendo valuada.

Las transacciones guías generalmente involucran un comprador específico y un vendedor específico, será necesario considerar información referente a ambos a fin de sacar deducciones para la valuación³⁹.

³⁸ American Society of Appraisers- Business Valuation Standards. Año 2008. Disponible en link: <http://www.appraisers.org>

Del uso del método de las transacciones guías pueden resultar uno o más indicios de valor. El valuador deberá considerar la importancia relativa o el peso de cada indicio de valor en la opinión o conclusión de la valuación a la que se llega.

Pueden ser necesarios ajustes a los ratios o al valor, por factores que no han sido considerados anteriormente en la valuación, como por ejemplo⁴⁰:

1. Grado de control
2. Grado de transacciones observables y/o liquidez
3. Las diferencias temporales entre las transacciones de mercado y la fecha de la valuación
4. Asuntos estratégicos o de inversión
5. Tamaño, gestión, diversificación de mercados, productos y servicios, el crecimiento relativo y riesgo.

Según Trugman⁴¹, la ventaja del método de la transacción, es que utiliza datos reales del mercado.

La desventaja del método es que requiere un mercado bastante activo para el tipo de negocio que es objeto de valoración; además, otra dificultad del método es que el valuador no siempre conoce que activos y/o pasivos fueron parte de la transacción o las condiciones de la misma.

³⁹ American Society of Appraisers- Business Valuation Standards. Año 2008. Disponible en link: <http://www.appraisers.org>

⁴⁰ American Society of Appraisers- Business Valuation Standards. Año 2008. Disponible en link: <http://www.appraisers.org>

⁴¹ Trugman, Gary R.: "Essentials of valuing a closely held business". Año 2009. AICPA

4.3.2- Métodos dentro del enfoque de ingresos

El enfoque de ingresos se basa en el supuesto de que el valor proviene de las expectativas de ingresos futuros y flujos de caja. Este enfoque utiliza métodos que convierten beneficios económicos esperados en un valor actual.

4.3.2.1- Método del Flujo de Caja Descontado

El IVSC establece en su Guía de valoración N° 9 (Discounted Cash Flow Analysis for market and non-market based valuations) que el análisis de flujos de caja descontados es una técnica de modelización financiera basada en presunciones con respecto a los ingresos y gastos futuros de un activo o empresa. Tales presunciones refieren a la cantidad, calidad, variabilidad, distribución y duración de las entradas y salidas de flujos que se descuentan para llegar a un valor presente.

Cuando se cuenta con información apropiada, sustentable y con tasas de descuento, el análisis de flujos de caja descontados es una de las metodologías más utilizadas como herramienta para la valoración. Dicho análisis ha ganado una amplia aplicación, debido en parte al avance de la tecnología informática.

Este método se aplica para la valuación de “real property”, empresas, activos intangibles, para el análisis de inversiones y como un procedimiento contable para estimar el valor en uso. La utilización del método ha aumentado en forma sustancial para la valuación de inversiones y empresas y es requerido con frecuencia por clientes, asesores financieros, administradores, aseguradores y administradores de cartera.

La valuación mediante flujos de caja descontados, al igual que otros métodos de valoración dentro del enfoque de ingresos, se basa en el análisis de información histórica y presunciones sobre las condiciones futuras del mercado que afectan la oferta, demanda, ingresos, gastos y riesgos potenciales.

Dichas presunciones determinan la capacidad de generar ingresos de un activo o empresa, cuyo patrón de ingresos y gastos o salidas son proyectadas.

Análisis del método de flujos de caja descontados:

Antes de comenzar con el desarrollo del método del flujo de caja propiamente dicho entendemos necesario destacar, como mencionamos anteriormente en la introducción a los diferentes enfoques tratados en nuestro trabajo, que los flujos de caja relevantes son aquellos esperados por el propietario de la participación y no los flujos de efectivo de la empresa invertida. Sin embargo, si en primera instancia se efectúa la valoración de la empresa como base para la valuación de dichas inversiones, los flujos de caja correspondientes a los efectos de la valoración son los de la propia empresa.

Por lo expuesto en el párrafo anterior, en el desarrollo que efectuamos en esta sección trataremos por un lado la valuación de las inversiones en acciones mediante la estimación de los flujos de efectivo que derivan de dichas inversiones y por otro lado la valuación mediante la estimación de los flujos de efectivo de la empresa invertida así como consideraciones generales aplicables a ambas rutas de valoración.

La definición general del análisis del flujo de caja descontado implica la previsión de un flujo de caja corriente durante un período de descuento y luego llevarlo a un valor actual con una tasa de descuento apropiada.

Según la guía de valoración N° 9 emitida por el IVSC - Análisis de flujos de caja descontados para valuaciones que se basan en el mercado y para las que no⁴², le corresponde al valuador, identificar los componentes del modelo de flujo de caja descontado, incluyendo lo siguiente:

- a- Una proyección del período, en donde se especifica la fecha de inicio del flujo de efectivo, el número y la duración de los períodos.
- b- Los componentes de las entradas y salidas de efectivo, agrupadas por categorías y la razón detrás de la selección.
- c- Flujos de ingresos netos por períodos (la suma de las entradas menos las salidas)

⁴² IVSC (International Valuation Standards Council) - International Valuation Guidance Note N° 9 - Discounted Cash Flow Analysis for market and non-market based valuations. Año 2003. Disponible en link : <http://www.romacor.ro/legislatie/23-gn9.pdf>

- d- La tasa o tasas de descuento que son aplicadas a los flujos de ingresos netos, y las razones que soporten la elección de las mismas, y
- e- Una lista de las presunciones subyacentes al modelo.

En concordancia con lo establecido por la guía emitida por el IVSC, el SFAS 157⁴³ en su apéndice B - Técnicas de Valor Presente, agrega los siguientes elementos:

- a- Expectativas sobre las posibles variaciones en la cantidad y/o oportunidad de los flujos de efectivo que representen la incertidumbre inherente en los flujos de efectivo.
- b- el precio por la presencia de incertidumbre inherente en los flujos de efectivo; y
- c- otros factores, específicos del caso que los participantes en el mercado reflejarían al medir los flujos de efectivo futuros que la entidad espera obtener del activo.

Estos últimos elementos pueden reflejarse como ajustes en los flujos de efectivo futuros o como ajustes en las tasas de descuento.

Las técnicas utilizadas para estimar los flujos de efectivo futuros y las tasas de descuento varían de una situación a otra y difieren en como capturan los elementos nombrados anteriormente, dependiendo de las circunstancias que rodean el objeto de valuación. Sin embargo existen algunos principios generales que rigen cualquier aplicación de técnicas de valor presente⁴⁴:

- a- En la medida de lo posible, los flujos de efectivo estimados y las tasas de descuento deben reflejar presunciones sobre eventos futuros e incertidumbres que podrían considerarse para decidir si adquirir un activo o grupo de activos en una transacción en condiciones de independencia.

⁴³ FASB – Statement of Financial Accounting Standards N° 157, Fair Value Measurements. Año 2006. Disponible en link www.fasb.org

⁴⁴ FASB - Statement of Financial Accounting Concepts No. 7: Using Cash Flow Information and Present Value in Accounting Measurements. Febrero 2000. Disponible en link www.fasb.org

- b- Las tasas utilizadas para descontar los flujos de efectivo deben reflejar presunciones que sean consistentes con aquellas inherentes en la estimación de los flujos de efectivo. De lo contrario, el efecto de algunas de las presunciones puede ser duplicado o de lo contrario ignorado.

- c- Los flujos de efectivo estimados y las tasas de descuento deben estar libres de factores no relacionados al activo o grupo de activos en cuestión.

- d- Los flujos de efectivo estimados y las tasas de descuento deben reflejar un rango de posibles resultados en lugar de un solo resultado más probable, mínima o máxima cantidad posible.

A continuación desarrollamos los principales componentes del modelo de flujo de caja descontado nombrados anteriormente:

1- Horizonte de Proyección

El *horizonte de proyección* es el primer elemento considerado en la metodología de descuento de flujos de fondos y consiste en el período para el cual se proyectarán los flujos de fondos futuros, y a partir de cuya finalización se considerará un valor terminal para la empresa o activo objeto de valuación. El período de tiempo durante el cual se efectúan las previsiones afecta la fiabilidad de las mismas y debe ser tenido en cuenta por el valuador. Las previsiones se hacen con frecuencia para períodos de cinco años, sin embargo dependiendo de la evolución y cambios en diferentes sectores de actividad, cinco años puede ser considerado un largo tiempo para un pronóstico fiable. Por otro lado, el valuador puede utilizar proyecciones de flujos de efectivo, basadas en los presupuestos o pronósticos para un periodo mayor de cinco años, siempre que esté seguro de que son fiables y pueda demostrar su capacidad, a partir de la experiencia pasada, para predecir los flujos de efectivo de forma precisa en plazos tan largos de tiempo⁴⁵.

⁴⁵ NIC 36 – Deterioro del Valor de los Activos. Disponible en www.ain.gub.uy.

Cuando se valúa una empresa este problema es especialmente relevante, ya que normalmente se asume que las empresas tienen una duración indeterminada de tiempo. Por tanto teóricamente el horizonte de valoración tiende a infinito, no existe valor terminal para la inversión y debe estimarse una corriente ilimitada de flujos de caja. La solución básica que suele adoptarse consiste en realizar un flujo de caja detallado los primeros años, es decir una proyección limitada de flujos a descontar, y estimar el valor terminal (o valor de salida) como una perpetuidad. Las leyes de mercado hacen que a la larga, la empresa tienda a un crecimiento igual al de la economía en general, por lo cual debe adoptarse el supuesto de que la empresa seguirá existiendo, pero con rentabilidades parecidas a las de la economía. Esto es razonable siempre que no se espere obtener resultados anormales (tanto para la empresa como para el sector) a partir de un determinado momento de tiempo.

Una forma de calcular dicho valor terminal sería tomar el último flujo de caja que se estima en la valoración detallada y aumentarlo por una tasa de crecimiento a largo plazo (que sea equivalente al crecimiento de la economía en general), para luego dividir el resultado por una tasa de retorno que se considere oportuno descontada al crecimiento de largo plazo. El resultado de éste cálculo tiene que ser también descontado hasta el presente.⁴⁶

Lo anterior constituye la aplicación del método del flujo de caja capitalizado, que será tratado en profundidad en el desarrollo del mismo.

El Cr. Rodrigo Ribeiro en su libro *Valuación de empresas*⁴⁷ establece cuatro criterios específicos para determinar el horizonte de proyección, los cuales se indican a continuación:

1-Criterio basado en la posibilidad de estimación:

El criterio basado en la posibilidad de estimación es un criterio práctico en la medida en que consiste en definir el horizonte de proyección como el período

⁴⁶ Guía de Valoración Empresarial. Disponible en www.blogdelinversor.com

⁴⁷ Ribeiro, Rodrigo. *Valuación de Empresas-Fundamentos y Prácticas en Mercados Emergentes*. KPMG. Marzo 2008.

durante el cual el analista considera que puede obtener proyecciones financieras razonables.

El Cr. Ribeiro considera el ejemplo de un sector de actividad en el cual la volatilidad e incertidumbre futura hacen imposible que se pueda proyectar más allá de los primeros tres años. En este caso, se podrá definir como horizonte de proyección estos tres años, considerándose un valor terminal a partir de dicho horizonte.

2- Criterio basado en la vida útil del activo más significativo:

En los casos de algunas empresas, existe algún activo que constituye el principal activo del negocio. La vida útil de dicho activo puede ser considerada como un punto de referencia a efectos de determinar el horizonte de proyección.

A modo de ejemplo, considera una empresa cuyo principal activo es el derecho de una concesión otorgada por el Gobierno para explotar ciertos servicios portuarios. La mencionada concesión expirará en un plazo de siete años.

Considerando que dicho derecho de concesión es el activo más significativo en la operación de la empresa, y que existe incertidumbre respecto a la posibilidad de renovación de la concesión al cabo de los siete años correspondientes, se puede definir como período de proyección los próximos siete años, estimándose a partir de allí un valor terminal o residual.

3- Criterio basado en la maduración de la empresa o industria:

El criterio basado en la maduración de la empresa o industria implica considerar como horizonte de proyección el plazo necesario para que la empresa o la industria alcance su punto de madurez, es decir, que alcance su nivel normal de rentabilidad.

De esta forma, el valor terminal, que representa el valor actual de los flujos de fondos posteriores al horizonte de proyección, puede ser entonces estimado razonablemente mediante fórmulas matemáticas.

A modo de ejemplo, supone que se está valuando una empresa a la que le restarían cuatro años para alcanzar su nivel de madurez, y por lo tanto tener un comportamiento económico financiero relativamente estable.

En este caso, el plazo de cuatro años sería una buena referencia para definir el horizonte de proyección, ya que a partir de allí, debido a la estabilidad en el comportamiento previsto de la empresa, se pueden utilizar fórmulas de cálculo del valor terminal de la empresa.

4- Criterio basado en el plazo de retornos sobrenormales:

El criterio basado en el plazo de retornos sobrenormales consiste en definir como horizonte de proyección el plazo durante el cual la empresa obtendrá retornos superiores a la tasa de retorno requerida por sus accionistas.

El plazo durante el cual una empresa generará retornos superiores a la tasa de retorno requerida o costo de oportunidad de capital empleado será aquel durante el cual la empresa mantenga una ventaja competitiva que haga posible dicho retorno sobrenormal.

Este criterio supone que la competencia en los mercados va deteriorando paulatinamente la ventaja competitiva de una empresa, y con el tiempo la empresa logrará exclusivamente un retorno razonable o justo para los niveles de riesgo asumidos.

2- Proyecciones de los flujos de efectivo

Otro de los elementos considerado en este método son las *proyecciones de los flujos de efectivo*; el valuador debe llevar a cabo investigaciones suficientes para garantizar que las mismas se basan en hipótesis razonables y fundamentadas, que representen las mejores estimaciones sobre el conjunto de las condiciones económicas. Se otorgará un mayor peso a las evidencias externas a la entidad.

Se debe evaluar la razonabilidad de las hipótesis en las que se basan las proyecciones corrientes de flujos de efectivo, examinando las causas de las diferencias entre las proyecciones de flujos de efectivo pasadas y corrientes⁴⁸.

3- Tasa de descuento

En lo que respecta a la *tasa de descuento*, para estimarla el valuador debe considerar factores como, el nivel de las tasas de interés, tasas de rendimiento esperadas por inversores en inversiones similares y el riesgo inherente de los flujos de efectivo estimados.

La tasa de descuento debe ser consistente con la definición de los beneficios estimados utilizados. Por ejemplo tasas antes de impuestos deben ser utilizadas con beneficios antes de impuestos, tasas netas después de impuestos deben utilizarse con flujos de efectivo netos después de impuestos y tasas de flujos de caja netos, utilizarse con flujos de beneficios netos.

A su vez flujos de efectivo nominales (que incluyan el efecto de la inflación) deben ser descontados a la tasa que incluya el efecto de la inflación y los flujos de efectivo reales (que excluyen el efecto de la inflación) deben ser descontados a la tasa que excluya el efecto de la inflación⁴⁹.

Una entidad utilizará normalmente una única tasa de descuento para la estimación del valor presente. No obstante, la entidad empleará distintas tasas de descuento para diferentes periodos futuros, siempre que el valor presente sea sensible a las diferencias en los riesgos para diferentes periodos, o a la estructura de plazos de las tasas de interés.

4- Incertidumbre

La medición hecha a valor razonable, usando valor presente, se realiza bajo condiciones de *incertidumbre* dado que los flujos de efectivo usados son cantidades estimadas, más que cantidades conocidas. En muchos casos tanto la cantidad como la calidad de los flujos de efectivo serán inciertas. Por ello la

⁴⁸ NIC 36 – Deterioro del Valor de los Activos. Disponible en www.ain.gub.uy.

⁴⁹ FASB – Statement of Financial Accounting Standards N° 157, Fair Value Measurements. Año 2006. Disponible en link www.fasb.org

medición hecha a valor razonable debe incluir una prima por el riesgo que refleje la cantidad que los participantes en el mercado demandarían a causa del riesgo (incertidumbre) en los flujos de efectivo. De otra manera la medición no representaría fielmente el valor razonable⁵⁰.

Las técnicas de valor presente difieren en cómo ajustan el riesgo y en el tipo de flujos de efectivo que usan.

Planteadas las consideraciones generales del método, a continuación efectuaremos un desarrollo sobre las dos rutas de valoración para inversiones en acciones.

Como destacamos al inicio de esta sección, dentro de la metodología del descuento de flujos de fondos para la valuación de inversiones en acciones, existen dos rutas posibles para determinar su valor.

El descuento a su valor actual de los flujos de fondos libres para la empresa permite obtener como resultado el valor del negocio de la empresa. Luego mediante la aplicación del porcentaje de participación sobre el valor obtenido de la empresa invertida, se obtiene el valor del capital accionario.

Por su parte, la valuación de acciones mediante el valor actual de los dividendos futuros esperados por la empresa o el descuento a su valor actual de los flujos de fondos libre para los accionistas genera directamente una estimación del valor del capital accionario.

Si bien las dos rutas de valoración utilizan diferentes definiciones de flujos de caja y tasas de descuento, se llegan a estimaciones de valor consistentes, en la medida en que se utilicen el mismo conjunto de supuestos para la valoración.

Descuento de Flujo de fondos libre para la empresa:

El flujo de fondos libres para la empresa se define como el flujo de efectivo generado por el negocio y que queda disponible para retribuir a los

⁵⁰ FASB – Statement of Financial Accounting Standards N° 157, Fair Value Measurements. Año 2006. Disponible en link www.fasb.org

proveedores de financiamiento de la empresa (acreedores financieros y accionistas), luego de que todos los requerimientos de financiación interna de capital de trabajo y activos fijos han sido satisfechos⁵¹.

Por lo cual el valor de la empresa invertida se obtiene mediante el descuento de flujos de caja libres esperados para la empresa, es decir los flujos de caja residuales luego de deducir la totalidad de los gastos de funcionamiento (operativos), necesidades de reinversión e impuestos, sin tener en cuenta pagos de deuda o pagos a accionistas que es el costo de los diferentes componentes de financiación utilizados por la empresa.

El valor de la firma se calcularía a través de la siguiente fórmula⁵²:

$$\text{Value of Firm} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{CF to Firm}_t}{(1+WACC)^t}$$

Donde,

CF to firm: Flujos de caja esperados de la empresa en el período t.

WACC: Costo promedio ponderado de capital. (Weighted Average Cost of Capital)

La tasa de descuento WACC, es el promedio de costo de capital de terceros y el del costo de capital propio ponderada por la estructura de capital de la empresa. La mayoría de la literatura consultada coincide en que la tasa de descuento WACC es la más adecuada para descontar los flujos de caja esperados por la empresa, ya que es consistente con la definición de flujo de caja utilizado en esta ruta de valoración; cumpliendo de esta manera con unos de los principios generales que rigen la valoración a través de este método.

⁵¹ Ribeiro, Rodrigo. Valuación de Empresas-Fundamentos y Prácticas en Mercados Emergentes. KPMG. Marzo 2008.

⁵² Academia de Studii Economice- Approaches to valuation. Disponible en link: http://www.finint.ase.ro/Materiale/Manuale/Investment%20Valuation_Damodaran/ch2.pdf

Método de descuento de dividendos⁵³:

La aplicación de este método requiere la estimación de los dividendos que la empresa abonará en ejercicios futuros. Para ello es necesario realizar determinados supuestos respecto al comportamiento que tendrán dichos dividendos.

En función de los supuestos utilizados, es posible identificar los siguientes modelos de cálculo del valor actual de los dividendos:

- a- Modelo sin crecimiento: El modelo sin crecimiento asume que los dividendos de la empresa se mantendrán sin crecimiento durante toda la vida de la empresa.

El cálculo del valor de las acciones de una empresa se puede efectuar, de acuerdo a los supuestos de este modelo, mediante el uso de la siguiente fórmula:

$$V_{\text{ACCIÓN}} = D_0 / K_e$$

Donde,

D_0 = Dividendo por acción de la empresa

K_e = Costo de los fondos propios de la empresa.

El supuesto de no crecimiento que realiza este modelo es bastante alejado de la realidad ya que normalmente una empresa experimentará un crecimiento acompañando la evolución de la economía y su sector de actividad.

- b- Modelo con crecimiento constante: Este modelo asume que los dividendos crecerán a una tasa constante hacia el infinito.

⁵³ Ribeiro, Rodrigo. Valuación de Empresas-Fundamentos y Prácticas en Mercados Emergentes. KPMG. Marzo 2008.

De acuerdo con esto, la fórmula que permite realizar el cálculo de valor actual de dividendos que crecen a una tasa constante sería la siguiente:

$$V_{\text{ACCIÓN}} = D_0 \times (1-g) / (K_e - g)$$

Donde,

g = Tasa de crecimiento constante prevista de los dividendos

Es importante destacar que este modelo es utilizado fundamentalmente para la valuación de empresas maduras, que experimentan un crecimiento estable, ya que el mismo puede no ser adecuado para la valuación de una empresa en desarrollo que experimenta un crecimiento que no es constante en el tiempo.

En este último caso, el modelo con crecimiento en etapas sería más apropiado.

- c- Modelo con crecimiento en etapas: El modelo con crecimiento en etapas asume la existencia de distintas etapas de crecimiento de los dividendos de la empresa.

La cantidad de etapas depende de la empresa y sus características, pero usualmente se trabaja con dos y hasta cuatro etapas.

En la última etapa, la etapa terminal, se asume un comportamiento de crecimiento constante por lo que la fórmula del modelo con crecimiento constante es utilizada para estimar el valor terminal.

La siguiente fórmula representa el cálculo del valor actual realizado aplicando este método.

$$V_{\text{ACCIÓN}} = \text{Sumatoria}_j (D_j / (1 + K_e)^j)$$

Donde,

D_j = Dividendo por acción en el año j, siendo $D_j = D_{j-1} \times (1 + g_j)$

j = Cantidad de flujos de fondos en el horizonte de proyección.

Este método es adecuado para reflejar la evolución de los dividendos de la empresa a través de su ciclo de vida, ya que en las diferentes etapas del ciclo las empresas experimentan diferentes niveles de crecimiento.

Descuento de Flujo de fondos libre para los accionistas

El flujo de fondos libre para los accionistas se define como el flujo de efectivo generado por el negocio y que queda disponible para retribuir a los accionistas de la empresa, luego de que todos los requerimientos de financiación interna de capital de trabajo y activos fijos han sido satisfechos y se han pagado el capital e intereses a los acreedores financieros. Se suele decir que el flujo de fondos libre para los accionistas es un flujo de fondos distribuible como dividendos (“dividendable cash flow”), ya que es aquel flujo que puede ser distribuido libremente a los accionistas mediante pago de dividendos, sin afectar la continuidad, operación y crecimiento del negocio de la empresa.

Por lo cual el valor de las inversiones en acciones se obtiene mediante el descuento de los flujos de caja esperados que deriven de dichas inversiones (dividendos futuros), es decir los flujos de caja residuales luego de deducir la totalidad de los gastos, necesidades de reinversión, obligaciones fiscales y pagos de capital e intereses sobre deuda; teniendo en cuenta la tasa de rentabilidad exigida por los inversores en la empresa.

El valor de la acción se calcularía a través de la siguiente fórmula⁵⁴:

$$\text{Value of Equity} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{CF to Equity}_t}{(1+k_e)^t}$$

⁵⁴ Academia de Studii Economice- Approaches to valuation. Disponible en link:

http://www.finint.ase.ro/Materiale/Manuale/Investment%20Valuation_Damodaran/ch2.pdf

Donde;

CF to equity: flujos de caja esperados de la inversión en el período t. (Flujos disponibles para los accionistas)

K_e : Costo de capital.

Similarmente a lo que mencionamos para la tasa de descuento WACC con respecto a los flujos de caja esperados por la empresa, la tasa K_e es generalmente aceptada como la más adecuada para el descuento de flujos esperados por los accionistas, dado que representa la rentabilidad exigida por los mismos.

Hemos indicado que el flujo de fondos libre para los accionistas es un flujo de fondos distribuible mediante dividendos o “dividendable cash flow”.

No obstante, es importante destacar que las metodologías de descuento de flujos de fondos libres para los accionistas y el descuento de dividendos solamente proporcionan un resultado similar cuando se verifique que⁵⁵:

- a- el dividendo que paga una empresa coincide exactamente con su flujo de fondos libre para los accionistas.
- b- el flujo de fondos libre para los accionistas es mayor que el nivel de dividendos pero la empresa invierte el excedente en proyectos que no crean valor para la empresa. Esto es, proyectos que generan una rentabilidad igual al costo de oportunidad de los fondos empleados, por lo que el valor presente neto de los mismos es nulo.

Nivel de valor producido por el método de descuento de dividendos⁵⁶:

La política de dividendos actual de una empresa no es de preocupar para el inversor que está considerando una participación de control en la empresa, en la medida que tendrá control de dicha política, y la podrá modificar a su criterio.

⁵⁵ Ribeiro, Rodrigo. Valuación de Empresas-Fundamentos y Prácticas en Mercados Emergentes. KPMG. Marzo 2008.

⁵⁶ Ribeiro, Rodrigo. Valuación de Empresas-Fundamentos y Prácticas en Mercados Emergentes. KPMG. Marzo 2008.

Debido a esto, dicho comprador centrará su atención en los flujos de fondos libres que generará el negocio, más que en los dividendos esperados que efectivamente se distribuyan bajo la política actual.

Es por esto que el método de descuento de dividendos, en el que normalmente se estiman los dividendos basados en la política actual, provee una indicación de valor al nivel de una participación minoritaria sin control.

Si los dividendos proyectados para la aplicación del método estuvieran basados en una nueva política de dividendos instrumentada a partir de mejoras de la operación o de la estructura financiera del negocio que solo una posición de control puede realizar, estaríamos frente a una indicación de valor de tipo de control.

No obstante, debido a que para conocer los dividendos que se podrían llegar a pagar con mejoras realizadas teniendo el control de la sociedad es necesario estimar los flujos de fondos distribuibles, para la valuación de posiciones de control en la empresa, se suele utilizar directamente el método de descuento de flujo de fondos libres para la empresa en lugar del método de descuento de dividendos.

Relación entre EBITDA y Flujo de fondos libre

A continuación efectuaremos un breve desarrollo sobre el concepto de EBITDA y su relación con los flujos de fondos libres⁵⁷.

EBITDA es una sigla que hace referencia a “Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization”, es decir, a las ganancias antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones.

Debido a que el flujo de fondos libre de una empresa no se encuentra fácilmente disponible es su estado de resultados, históricamente, los analistas financieros comenzaron a utilizar el EBITDA de una empresa como aproximación más aceptada de dicho flujo.

⁵⁷ Ribeiro, Rodrigo. Valuación de Empresas-Fundamentos y Prácticas en Mercados Emergentes. KPMG. Marzo 2008.

Esta aceptación ha adquirido tal dimensión que las referencias al EBITDA de un negocio son palabra común en la valuación de empresas.

El Cr. Ribeiro explica que esta situación es entendible debido a que el EBITDA:

- es una medida fácilmente calculable,
- es rápida de obtener, y
- es una medida común a través de los distintos sectores de actividad.

No obstante, se advierte que el valor de una empresa proviene de su capacidad de generación de flujos de fondos libres. En la medida que el EBITDA sea un buen indicador de esta capacidad será una referencia útil, de lo contrario, no lo será.

Relación entre EBITDA y Flujo de Fondos Libre:

EBITDA

- Depreciaciones y amortizaciones

= Resultado Operativo

- Impuesto a la Renta sobre Resultado Operativo

=Resultado Operativo después de Impuestos

+ Depreciaciones y amortizaciones

- Inversión en capital de trabajo

- Inversión en activos fijos

=Flujo de Fondos Libre para la empresa

- Pago de capital e intereses sobre deuda

+ Impuesto a la renta sobre intereses

+ Contratación de nueva Deuda

=Flujo de Fondos Libre para los Accionistas

Como indicamos, EBITDA es una medida que aproxima el flujo de fondos libre para la empresa, aunque no considera:

- el impuesto a la renta que abona el negocio, y
- las necesidades de reinversión en capital de trabajo y activos fijos.

Aplicabilidad y limitaciones del método de flujos de caja descontados⁵⁸:

Como establecimos en el desarrollo del método, el mismo se basa en flujos de caja esperados y tasas de descuento. Teniendo en cuenta estos requisitos de información, este método es más fácil de usar para activos (empresas) cuyos flujos de caja son actualmente positivos y pueden estimarse con cierta confiabilidad para períodos futuros, y en donde esté disponible un indicador de riesgo que pueda ser utilizado para obtener las tasas de descuento.

La siguiente lista contiene algunos escenarios en donde la valoración mediante flujos de caja descontados puede presentar problemas, por lo cual el método necesita ser adaptado:

- 1- **Empresas en problemas:** Una empresa en dificultades generalmente tiene flujos de caja negativos y espera perder dinero durante algún tiempo en el futuro. Para estas empresas resulta difícil estimar los flujos de efectivo futuros ya que existe una fuerte probabilidad de que las mismas quiebren. Para las empresas que se espera que fracasen, la valoración mediante flujos de caja descontados no funciona adecuadamente, dado que se debe valorar la empresa bajo el principio de negocio en marcha, que provee flujos de caja positivos para sus inversores. Incluso para empresas que se espera que sobrevivan, los flujos de efectivo tendrán que ser estimados hasta que se vuelvan positivos, ya que la obtención de un valor presente de los flujos de caja negativos dará un valor negativo de la inversión o empresa.

⁵⁸ Academia de Studii Economice- Approaches to valuation. Disponible en link:

http://www.finint.ase.ro/Materiale/Manuale/Investment%20Valuation_Damodaran/ch2.pdf

- 2- **Empresas cíclicas:** Las ganancias y flujos de efectivo de las empresas cíclicas tienden a seguir la economía, aumentando en los períodos de auge y disminuyendo durante las recesiones. Si se utiliza el descuento de flujos de efectivo en estas empresas, los flujos futuros esperados son generalmente suavizados, a menos que el analista quiera llevar a cabo la difícil tarea de predecir el momento y la duración de las recesiones económicas y las recuperaciones. Muchas empresas cíclicas, durante la recesión, se asimilan a las empresas en problemas, con flujos de caja negativos. Por lo cual la estimación de los flujos de efectivo se enreda con las predicciones del analista acerca de cuando la economía se va a dar vuelta y que tan fuerte será la recuperación; y con analistas muy optimistas se llega a estimaciones muy altas de valor. Esto es inevitable, por lo cual los prejuicios económicos del analista se deben tener en cuenta antes de utilizar estas valoraciones.
- 3- **Empresas con activos inutilizados:** La valoración mediante flujos de caja descontados refleja el valor de todos los activos que producen flujos de efectivo. Si una empresa tiene activos que se encuentran sin utilizar (y por tanto no producen ningún flujo de caja), el valor de esos activos no se verá reflejado en el valor obtenido mediante el descuento. Lo mismo ocurre, en menor grado, con los activos subutilizados, ya que su valor será subestimado en la valoración mediante flujos de caja descontados. Si bien este es un problema, no es insuperable. El valor de los activos siempre se puede obtener externamente o mediante alguna técnica de valoración, y luego se agregan a los valores obtenidos en la valuación de flujos de caja descontados. Alternativamente los activos pueden ser valorados suponiendo que se utilizan de manera óptima.
- 4- **Empresas con patentes:** Existen empresas que tienen patentes o licencias sin utilizar, que no producen flujos de efectivo en la actualidad, y no se espera que produzcan flujos de efectivo en el futuro próximo, sin embargo dichas patentes o licencias son valiosas. Si este es el caso, el valor obtenido del descuento de flujos de caja esperados va a subestimar el valor de la empresa. El problema se puede superar,

mediante la valuación de dichos activos en el mercado abierto o utilizando alguna metodología de valoración, para luego agregarlo al valor obtenido mediante el descuento de flujos de caja.

- 5- **Empresas en proceso de reestructuración:** Estas empresas generalmente suelen vender alguno de sus activos, adquieren otros activos, y cambian su estructura de capital y política de dividendos. Algunas de ellas también cambian su estructura societaria (que va desde empresas que cotizan, abiertas a empresas cerradas) y sistemas de compensación gerencial. Cada uno de esos cambios, hace la estimación de flujos de efectivo futuros más difícil y afecta el grado de riesgo que tiene la empresa. El uso de datos históricos en estas empresas puede dar una imagen engañosa del valor de la misma. Sin embargo, estas empresas pueden ser valuadas, incluso a la luz de mayores cambios en la inversión y políticas de financiamiento; si los flujos de caja futuros reflejan los efectos esperados de estos cambios y la tasa de descuento es ajustada para reflejar el nuevo riesgo de la empresa y el riesgo financiero.
- 6- **Empresas involucradas en adquisiciones:** Hay al menos dos cuestiones concretas relativas a adquisiciones que deben tenerse en cuenta cuando se utilizan los flujos de caja descontados para la valoración. La primera relacionada con el engorroso problema de si existe la sinergia en la fusión y si el valor puede ser estimado. El método se puede aplicar, aunque requiere de supuestos sobre la forma de la sinergia, lo cual tendrá efectos sobre los flujos de caja. La segunda cuestión, es el efecto de los cambios en la gestión en los flujos de efectivo y el riesgo. Estos efectos producidos por los cambios pueden y deben ser incorporados en las estimaciones de los flujos futuros de efectivo y en las tasas de descuento para llegar a un valor adecuado.
- 7- **Empresas cerradas:** El mayor problema en la utilización del método de flujos de caja descontados para valuar empresas cerradas es la medición del riesgo (para utilizar en la estimación de las tasas de

descuento), ya que la mayoría de los modelos para estimación de riesgos requieren que los parámetros de riesgos se calculan de precios históricos de los activos que se analizan. Dado que los valores en empresas cerradas no se negocian, esto no es posible. Una solución es considerar el riesgo de empresas comparables, que sean comerciadas públicamente. Otra opción sería relacionar la medida de riesgo a variables contables, que están disponibles para las empresas cerradas.

No debemos concluir que el descuento de flujos de efectivo no se puede llevar a cabo en estos casos, pero si se debe ser lo suficientemente flexible para tratar con ellos. El hecho es que la valoración es simple para firmas con activos bien definidos, que generan flujos de efectivo que pueden ser fácilmente previstos. El verdadero reto en la valoración, es ampliar el marco de valuación para cubrir a las empresas que se alejan del marco ideal.

Como en cualquier valoración contable, la aplicación de un método de flujo de caja descontado, está sujeto a una relación de costo-beneficio. En algunos casos una entidad puede tener acceso a información considerable y puede ser capaz de desarrollar muchos escenarios de flujos de efectivo. En otros casos una entidad no puede ser capaz de desarrollar más que análisis generales sobre la variabilidad de los flujos de efectivo sin incurrir en costos considerables. El problema está en equilibrar el costo de obtener la información contra la fiabilidad de la información adicional que aportará a la medición.

4.3.2.2- Método del Flujo de Caja Capitalizado

El método de flujo de caja capitalizado (CCF), dentro del enfoque de ingresos, es una versión abreviada del método de flujo de caja descontado, donde el crecimiento (g) y la tasa de descuento (k), se asume que permanecen constantes hasta la perpetuidad.

Su fórmula es la siguiente⁵⁹:

$$\frac{NCF_1}{(k - g)}$$

Donde,

NCF_1 = flujo de caja neto del año 1

K = tasa de descuento (WACC o K_e , según corresponda)

g = tasa de crecimiento hasta la perpetuidad

El denominador en el método CCF es llamado tasa de capitalización y se compone de dos elementos: la tasa de descuento (k) y la tasa de crecimiento sostenible a largo plazo (g)

La fórmula del método CCF arriba señalada, funciona si el numerador, que es el flujo de caja neto al final del primer año, dividido la tasa de capitalización (k-g), iguala el resultado del método de flujos de caja descontados con un crecimiento constante.

Considerando que el CCF implica una perpetuidad, es importante que el crecimiento supuesto no supere el crecimiento sostenido de la economía en su conjunto, por ello la tasa de crecimiento a largo plazo utilizada en la fórmula debe ser determinada de un modo que no violente los principios económicos generales.

⁵⁹ Hitchner, James R.: "Financial valuation: applications and models". Año 2003. Disponible en link <http://books.google.com>

Este método es utilizado dentro del método de flujos de caja descontados para estimar el valor terminal, que constituye el valor estimado de la empresa al final del horizonte de proyección. Como mencionamos anteriormente la empresa bajo el principio de negocio en marcha tiene una duración indeterminada, por lo cual no es posible trabajar con proyecciones durante períodos infinitos. A estos efectos se calcula el valor terminal mediante el descuento de una serie infinita de flujos de fondos crecientes a una tasa constante, tomando como base el flujo de fondos del último año del horizonte de proyección⁶⁰.

Según el Cr Ribeiro⁶¹ el método asume que:

- La tasa de crecimiento de los ingresos de la empresa converge hacia un nivel constante,
- Las inversiones de la empresa declinan hasta el punto en que la empresa simplemente reemplaza capacidad y realiza inversiones solamente para sostener un crecimiento constante, y
- La estructura de costos de la empresa se encuentra estable y por lo tanto los márgenes son constantes.

⁶⁰ Ribeiro, Rodrigo. Valuación de Empresas-Fundamentos y Prácticas en Mercados Emergentes. KPMG. Marzo 2008

⁶¹ Ribeiro, Rodrigo. Valuación de Empresas-Fundamentos y Prácticas en Mercados Emergentes. KPMG. Marzo 2008

4.3.2.3- Método del Exceso de las ganancias

El método del exceso de las ganancias (en inglés Excess Earnings Method), básicamente valúa a una empresa en dos piezas, por un lado el valor tangible y por otro el valor intangible (o valor llave).

El método implica la multiplicación del valor de mercado de los activos netos tangibles de una empresa por una tasa de rendimiento anual, que represente el retorno que dichos activos podrían razonablemente obtener.

De lo anterior resulta la porción anual de ganancias de la empresa, que es teóricamente atribuible a sus activos tangibles.

Estos beneficios “teóricos” que derivan de los activos tangibles de la empresa, son luego deducidos de los ingresos totales de la compañía, para obtener de esta manera los ingresos que en teoría derivan de los activos intangibles de la empresa (o valor llave).

Dividiendo estos beneficios (provenientes de los activos intangibles) entre una tasa de capitalización aplicable a intangibles, obtenemos una estimación del valor llave de la empresa.

De esta manera el valor llave estimado se suma al valor de los activos netos tangibles y se obtiene el valor total de la empresa⁶².

Para la mejor comprensión del método a continuación desarrollamos un ejemplo simplificado de lo expuesto en los párrafos anteriores:

Supongamos que una empresa tiene 1.000.000 U\$S en patrimonio neto “tangible” (“tangible equity”), y obtiene un beneficio neto estimado mediante proyecciones de flujos de caja descontados de 160.000 U\$S por año.

Por lo cual el retorno sobre el patrimonio neto “tangible” de la empresa, es equivalente a un 16% (se obtiene dividiendo los beneficios entre el capital tangible).

Si suponemos que una empresa “normal” perteneciente al mismo negocio obtiene solamente un 10% de retorno sobre el capital tangible, nuestra empresa, con un patrimonio neto de 1.000.000 U\$S, debería esperar obtener un beneficio neto de 100.000 U\$S.

⁶² Hawkins, George B. - The Excess Earnings Method- Should It Be Put Out To Pasture In Equitable Distribution Cases?. Año 1999. Disponible en Link www.businessvalue.com.

Sin embargo, nuestra empresa obtiene 60.000 U\$S en exceso, de lo que se esperaría que gane una empresa “normal”. Por lo tanto nuestra empresa obtiene ganancias en exceso (“excess earnings”) de 60.000 U\$S.

Bajo este método, estas ganancias excedentes indican la existencia de un valor intangible en la empresa.

Para determinar dicho valor intangible, tenemos que capturar el valor que los 60.000 U\$S en exceso representan. Para ello necesitamos capitalizar dichas ganancias en exceso a través de una tasa de capitalización para activos intangibles.

Asumiremos a los efectos de éste ejemplo que se utiliza una tasa de capitalización del 30%, dado que la mayoría de los valuadores entienden que la tasa de capitalización para los intangibles debe ser lo suficientemente alta para captar el alto riesgo que tienen dichos activos. Entonces, dividiendo los 60.000 U\$S de ganancias excedentes entre la tasa de capitalización del 30% obtenemos una cifra de 200.000 U\$S, los cuales corresponden al valor intangible de la empresa.

Finalmente sumando el valor tangible de la empresa de 1.000.000 U\$S y el valor intangible obtenido de 200.000 U\$S, obtenemos el valor total de la empresa en 1.200.000 U\$S.

Como vemos el aspecto más seductor del método “Excess Earnings” consiste en que el mismo es muy fácil de entender y calcular. Sin embargo fácil no siempre significa exacto.

El método del Exceso de las Ganancias, es realmente un híbrido del enfoque basado en los activos y del enfoque de ingresos. Dado que valúa por una lado el valor tangible de la empresa bajo el enfoque del costo, y por otro, el valor intangible de la misma bajo el enfoque de ingresos.

Por una parte el valor tangible de la empresa es simplemente calculado como el valor del patrimonio neto tangible de la misma (sus activos tangibles menos sus pasivos).

El autor Gary R. Trugman en su libro “Essentials of Valuing a Closely Held Business”⁶³, establece que el valor de los activos tangibles y pasivos de una

⁶³ Trugman, Gary R. -“Essentials of Valuing a Closely Held Business”. AICPA. Año 2009.

empresa se obtiene mediante el método del valor contable ajustado (Adjusted Book Value Method).

Bajo este método los activos y pasivos se valúan a su valor justo de mercado a una fecha de valoración determinada.

Por otro lado, como mencionamos anteriormente, el valor intangible de la empresa se calcula capitalizando aquellos ingresos que resultan en “exceso”.

Según Gary R. Trugman, el exceso de ingresos se obtiene mediante la previsión de un beneficio neto normalizado anual para la entidad (al igual que se efectúa en el método de los flujos de caja descontados) menos los ingresos “teóricos”, que se obtienen aplicando a los activos netos tangibles una tasa de retorno razonable.

Los ajustes de “normalización” constituyen adaptaciones que eliminan lo inusual o situaciones específicas que no se generan recurrentemente.

La comprensión de la base teórica del método es fundamental para los profesionales que desean evitar caer en errores frecuentes.

Las siguientes son directrices importantes para la utilización de este método⁶⁴:

- El analista debe estimar el ingreso futuro normalizado anual.
Un error común es calcular un promedio ponderado de los ingresos netos sobre los cinco años anteriores. Usar un promedio ponderado es incorrecto, a menos que refleje razonablemente las expectativas futuras.
- El retorno razonable sobre los activos netos tangibles debe basarse sobre el nivel de riesgo asociado a dichos activos, así como a los retornos disponibles en el mercado.
- La tasa de retorno utilizada debe reflejar el riesgo y puede variar, dependiendo de la fecha de valoración, composición de los activos y otros factores.
- La tasa de capitalización elegida debe reflejar la cantidad apropiada de riesgo relativo a los activos intangibles.
- El método de exceso de ganancias debe utilizarse sólo si no existe un mejor método para determinar el valor de los intangibles.

⁶⁴ Trugman, Gary R. -“Essentials of Valuing a Closely Held Business”. AICPA. Año 2009.

La valuación de una empresa es intrínsecamente subjetiva, sin embargo la menor subjetividad y la mayor objetividad que el valuador pueda aportar a la valuación, llevarán a una mejor y más precisa valuación de la empresa.

Por tal motivo, la principal desventaja del método Excess Earnings, es la existencia de muchas variables subjetivas.

Las variables subjetivas del método son⁶⁵:

- 1- Estimar los ingresos “normales” de la empresa:
- 2- Estimas los activos tangibles “normales” de la empresa.
- 3- Estimar cuál sería el retorno “normal” de los activos tangibles de la empresa.
- 4- Estimar cuál sería la tasa de retorno para las ganancias en exceso de la empresa, que representan el valor de los activos intangibles.

Entendemos necesario aclarar que éste método no es directamente aplicable a la valuación de inversiones en acciones y que el mismo no es usualmente utilizado para la valuación de empresas. El autor Michael Paschall⁶⁶ plantea los siguientes puntos débiles sobre el método:

- 1) Los activos intangibles y el valor llave son dos elementos no separables:

Conceptualmente, el método Excess Earnings supone que el valor total de una empresa está formado por los activos tangibles e intangibles, y que los mismos generan sus propios ingresos de manera independiente.

La realidad es que, los activos en sí, son solamente un medio para llegar a un fin. Una empresa tiene que llevar un inventario, cuentas a cobrar, tener escritorios y sillas, sin embargo estos activos por si mismos de ninguna manera generan ingresos.

⁶⁵ Paschall, Michael A. - Business Valuation Review : Kick the Habit: The Excess Earnings Method Must Go. Año 2001. Disponible en link: www.businessvalue.com

⁶⁶ Paschall, Michael A. - Business Valuation Review : Kick the Habit: The Excess Earnings Method Must Go. Año 2001. Disponible en link: www.businessvalue.com

De la misma manera, el valor llave no constituye un activo que genera ingresos por sí solo, separado de los activos tangibles que son necesarios para operar.

2) No existe información de mercado para las tasas de rendimiento:

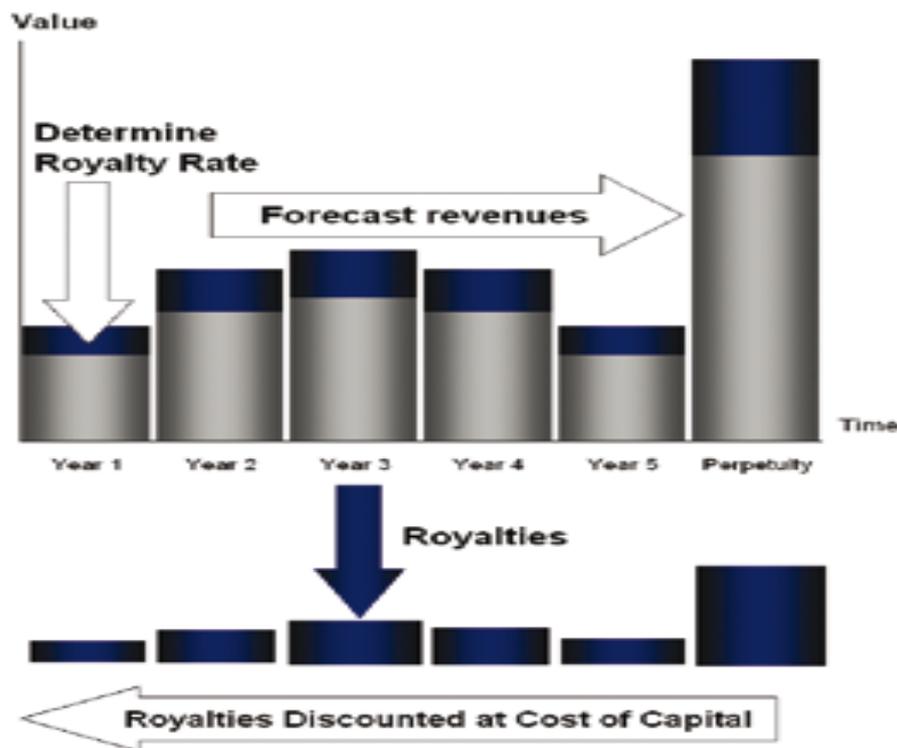
El método asume que se puede identificar un retorno separado para cada clase de activos, cuando en realidad no existe información objetiva disponible en el mercado para estimar cualquiera de estos retornos.

4.3.2.4- Método de las regalías (“Relief from royalty method”)

El método de las regalías (o su expresión en inglés “Relief from royalty method”) es un método utilizado para valorar ciertos activos intangibles (por ejemplo, marcas y nombres comerciales), basado en la premisa de que el único valor que recibe el comprador de la empresa, es la exención del pago de regalías por el uso de la marca.

La aplicación de este método normalmente supone la estimación del valor justo de un activo intangible, mediante la cuantificación del valor presente del flujo de de los pagos de regalías (derivado del mercado) que el dueño del activo intangible está exento de pagar.⁶⁷

La idea fundamental del método queda representada gráficamente en la siguiente ilustración⁶⁸:



⁶⁷ AICPA- Statement of standards for valuation services- Valuation of a business, business ownership interest, security, or intangible asset. Junio 2007. Disponible en link <http://fvs.aicpa.org/>

⁶⁸ BRAND FINANCE- Global Intangible Finance Tracker 2009- An annual review of the world’s intangible value. Febrero 2009. Disponible en link www.brandfinance.com

Este método es aplicable tanto a la valuación de la empresa en la cual se ha invertido, para luego calcular el valor de la inversión a través del porcentaje de participación; como para valorar la inversión.

Cabe destacar, como se mencionó, que este método es aplicable a la valuación de una empresa, siempre y cuando, el único activo poseído por la misma sea el nombre o la propiedad de una marca. Mientras que, para la valuación de la inversión, el método es aplicable siempre y cuando el único valor atribuible a la inversión, sea la utilización de un nombre o una marca; o sea, que no se consideren otros activos.

Para valorar dicha marca, se considera una tasa de regalías tomada del mercado, es decir, se busca en el mercado lo que se está pagando por concepto de regalías por una marca comparable. Los flujos de pagos de regalías son descontados a una tasa apropiada, para llegar al valor presente; este valor representa lo que el inversor se ahorra de pagar por regalías teniendo la inversión que es objeto de valuación.

Para la utilización de este método es fundamental actuar cuidadosamente respecto a los siguientes aspectos:

- Obtener información financiera específica de la marca y sus ingresos
- Realizar un modelo de mercado para identificar la demanda del mercado, la posición de la marca en el contexto de los competidores de la misma
- Establecer la tasa de regalías teórica para la marca, teniendo en cuenta su tamaño, presencia internacional, reputación y categoría de la misma
- Calcular la tasa de descuento apropiada para la marca

Como comentario sobre este método, podemos mencionar la dificultad, al menos en nuestro país, para conseguir información sobre lo que se paga por concepto de regalías, dado que por lo general, esta información no es pública. Además, también suele ser dificultosa la búsqueda de marcas con similares características, que cobren regalías; puesto que usualmente las marcas, en nuestro país, son propiedad de las empresas explotadoras de las mismas.

4.3.3- Métodos dentro del enfoque de Costo

El enfoque del costo se basa en el concepto de reemplazo (o reproducción) como un indicador de valor.

4.3.3.1- Método del costo de reemplazo

El método más utilizado para la valuación de los activos tangibles es el método de costo de reemplazo. Bajo este estándar de valoración, el valor de un activo a la fecha de valoración, equivale a lo que le costaría a esa fecha adquirir un activo sustituto de equivalente utilidad.⁶⁹

Como vemos el principio detrás de este método es que el valor razonable de un activo no debe exceder el costo de obtener un activo sustituto de similares características y funcionalidad. En otras palabras, el costo de reemplazo es la mayor cantidad que un comprador pagaría por un activo determinado⁷⁰.

Bajo la aplicación del enfoque basado en los activos, el costo de reemplazo sirve como punto de partida, para luego efectuar los ajustes por la "depreciación" (si es necesario) como se explica en el párrafo siguiente.

Los activos se deprecian y pierden valor con el correr del tiempo debido a una variedad de factores⁷¹:

- El uso físico, y el hecho de que los activos usados tienen una vida esperada remanente más corta que los activos nuevos.

⁶⁹ AICPA PRACTICE AID- Valuation of privately-held-company equity securities issued in other than a business combination- an overview. Julio 2003. Disponible en <http://www.ifacnet.com>

⁷⁰ Deloitte – Curso de IFRS Excellence 2008.

⁷¹ AICPA PRACTICE AID- Valuation of privately-held-company equity securities issued in other than a business combination- an overview. Julio 2003. Disponible en <http://www.ifacnet.com>

- Los cambios en la tecnología y en las preferencias del mercado, los cuales generan obsolescencia y obsolescencia funcional.
- El incremento de los gastos de mantenimiento, asociados con el aumento de la edad de un activo.

Para el propósito de valoración, la depreciación es calculada teniendo como base los factores nombrados anteriormente.

El valuador tiene que decidir cuál es el factor correcto para encontrar al momento de la valuación, los costos de un bien similar. Al mismo tiempo, debe estimar el "mejor porcentaje" para dar cuenta de la depreciación o la obsolescencia.

4.3.3.2- Método del costo de reproducción

Bajo el método del costo de reproducción, el valor de un activo es equivalente al costo necesario para sustituir ese activo por otro idéntico.

Los costos de reproducción se utilizan a menudo en las valoraciones de seguros y no tienen en cuenta los avances tecnológicos y otros factores que resultarían de un activo mejor o más productivo, incluso si el mismo se pudiera obtener por el mismo costo en la actualidad, dado que el activo nuevo seguramente será más eficiente o duradero.⁷²

Ambos métodos de valoración son más útiles cuando se aplican a los activos tangibles y a empresas cuyos activos consisten principalmente en activos tangibles.

La fiabilidad del valor determinado bajo estos métodos, tiende a ser mayor, para los activos tangibles recientemente adquiridos en una transacción que se efectuó en igualdad de condiciones.

Para el caso particular de valuación inversiones en acciones, estos métodos se aplicarían si el único objetivo de la inversión es el usufructo de algún activo en particular poseído por la invertida. De esta manera se determinaría el valor de la inversión buscando el costo de activos que sustituyan la funcionalidad obtenida a través de la inversión.

⁷² AICPA PRACTICE AID- Valuation of privately-held-company equity securities issued in other than a business combination- an overview. Julio 2003. Disponible en <http://www.ifacnet.com>

4.4- Relación entre la determinación del valor razonable y las etapas de desarrollo de la empresa

Según AICPA⁷³ la etapa de desarrollo operacional en el que se encuentra una empresa es un importante factor determinante del valor de la misma y un indicador en cuanto a qué método es más apropiado para la valuación de una empresa.

Definiremos y caracterizaremos las distintas etapas de una empresa, que luego serán utilizadas en el análisis de la relación entre la determinación del valor razonable y las etapas de desarrollo de la empresa.

Una empresa recorre, a lo largo de su vida, distintas etapas de desarrollo. En cada una de dichas etapas crea valor para sus accionistas y en dicha creación de valor inciden distintos factores según la etapa correspondiente.⁷⁴

Es por tal motivo que en la valuación de una empresa, es importante reconocer la etapa de desarrollo en la que se encuentra la misma, así como los logros alcanzados.

La etapa de desarrollo afecta el riesgo asociado a la inversión en la empresa, así como los flujos de fondos que se esperan obtener. De esta manera, la etapa de desarrollo de la empresa influye en su valor.⁷⁵

⁷³ AICPA PRACTICE AID- Valuation of privately-held-company equity securities issued in other than a business combination- an overview. Julio 2003. Disponible en <http://www.ifacnet.com>

⁷⁴ Ribeiro, Rodrigo. Valuación de Empresas-Fundamentos y Prácticas en Mercados Emergentes. KPMG. Marzo 2008.

⁷⁵ AICPA PRACTICE AID- Valuation of privately-held-company equity securities issued in other than a business combination- an overview. Julio 2003. Disponible en <http://www.ifacnet.com>

Las etapas típicas de desarrollo de la empresa se caracterizan a continuación⁷⁶:

ETAPA	DESCRIPCIÓN
Uno	La empresa no tiene ingresos a la fecha y la información sobre gastos es limitada, dada su corta historia. Por lo general las empresas en esta etapa tienen un equipo de gestión incompleto con ideas, planes y, posiblemente algún desarrollo inicial del producto. Normalmente, el capital inicial de financiación es proporcionado por amigos o familiares.
Dos	La empresa no tiene ingresos por productos, pero la historia de gastos es mayor que en la etapa anterior. El desarrollo del producto está en curso y los retos empresariales empiezan a ser comprendidos. En esta etapa típicamente se produce la emisión de una segunda o tercera ronda de financiación, los valores emitidos tienen generalmente la forma de acciones preferentes.
Tres	La empresa ha realizado un progreso significativo en el desarrollo del producto y se han alcanzado metas claves (por ejemplo: la contratación de un equipo de gestión y el testeado del producto) sin embargo todavía no tiene ingresos por la comercialización del producto. Normalmente se emiten nuevas rondas de financiación, y los inversores típicos de esta etapa son firmas de capital de riesgo (venture capital) así como socios estratégicos para el negocio. Los valores emitidos tienen aquí también la forma de acciones preferentes.
Cuatro	La empresa ha alcanzado metas más avanzadas en el desarrollo (por ejemplo: primeros pedidos de clientes, primeros ingresos por entregas) y tiene algunos ingresos por la comercialización del producto; pero todavía continúa operando con pérdidas. Es frecuente que en esta etapa comiencen las negociaciones con algunas instituciones bancarias de inversión para conseguir una oferta pública inicial.
Cinco	La empresa tiene ingresos por la comercialización de su producto y ha logrado recientemente medidas financieras positivas (como por ejemplo: un flujo de caja positivo). En esta etapa se podría dar la ocurrencia de una oferta pública inicial o incluso la venta de la empresa.
Seis	La empresa tiene un historial financiero establecido, operaciones rentables y la generación de flujos de fondos positivos.

⁷⁶ AICPA PRACTICE AID- Valuation of privately-held-company equity securities issued in other than a business combination- an overview. Julio 2003. Disponible en <http://www.ifacnet.com>

La determinación del valor razonable se realiza a una fecha específica. El valor razonable de una empresa no es estático, sino que cambia con el tiempo, ya que todos los elementos constitutivos del mismo cambian con el tiempo.

Como se mencionó en el comienzo de esta sección, uno de los principales elementos que contribuyen a un cambio en el valor razonable de una empresa a lo largo del tiempo, es la etapa de desarrollo en el que se encuentra.

A medida que la empresa avanza en las etapas y va alcanzando sus metas, va disminuyendo la incertidumbre y el riesgo percibido, por lo que aumenta su valor razonable.⁷⁷

Cada uno de los tres enfoques de valoración puede ser más apropiado para algunas etapas de desarrollo de las empresas que para otras.

A continuación se presentan los enfoques que son considerados más o menos apropiados para cada etapa.⁷⁸

Como se mencionó anteriormente en el desarrollo de nuestro trabajo, el valuador debe aplicar, siempre que sea posible, más de un enfoque con el fin de comparar y evaluar los resultados.

Etapas 1: Debido a que la empresa no tiene ingresos por productos y poco o ningún historial de gastos, generalmente no se pueden hacer previsiones fiables de flujos de fondos, y por lo tanto el enfoque de ingresos no suele proporcionar una medición confiable del valor razonable.

Debido a la falta de información comparativa disponible en el mercado para empresas en etapas iniciales, en general el enfoque de mercado, tampoco ofrece una confiable medición del valor razonable.

Dado que se ha invertido una cantidad relativamente pequeña de dinero y que ni el enfoque de ingresos ni el de mercado proporcionan resultados fiables, el enfoque basado en los activos suele ser el único enfoque que puede ser aplicado en esta etapa.

⁷⁷ AICPA PRACTICE AID- Valuation of privately-held-company equity securities issued in other than a business combination- an overview. Julio 2003. Disponible en <http://www.ifacnet.com>

⁷⁸ AICPA PRACTICE AID- Valuation of privately-held-company equity securities issued in other than a business combination- an overview. Julio 2003. Disponible en <http://www.ifacnet.com>

Etapa 2: El enfoque de ingresos tampoco suele proporcionar, en esta etapa, una medición confiable del valor razonable por las mismas razones que las vistas en la etapa 1. Los encargados de la valuación que utilizan el enfoque de ingresos durante la etapa 2 como un enfoque secundario, es decir, con fines de comparación con los resultados obtenidos de la aplicación de otro enfoque, suelen utilizar el método tradicional de flujos de fondos descontados con una alta tasa de descuento.

El enfoque de mercado puede ser difícil de aplicar en esta etapa debido a la falta de empresas que coticen públicamente, que permitan la obtención de información comparable. Además, los múltiplos de mercado podrían presentar una gran dispersión de una empresa a otra, por lo que se haría difícil obtener un múltiple promedio confiable. Sin embargo, las inversiones realizadas por empresas de capital de riesgo durante la etapa 2 pueden proporcionar un indicador más fiable del valor razonable y por lo tanto, puede ser una base razonable para la aplicación del enfoque de mercado.

El enfoque basado en los activos también puede ser apropiado en la etapa 2, por la misma razón expuesta en la etapa 1, pero, después de la etapa 2, la pertinencia de este enfoque tiende a disminuir de manera significativa y por lo tanto, la etapa 2 es generalmente la última etapa durante la cual el enfoque basado en los activos es aplicable. Generalmente, es difícil de identificar, en etapas posteriores, cuánto costaría replicar una empresa existente y en curso.

Etapa 3: Aunque puede suceder que todavía no haya ingresos por productos durante esta etapa, el valuador puede ser capaz de obtener información de las previsiones financieras que sea más confiable que la obtenida en las etapas anteriores y por lo tanto, puede tener una base razonable para la aplicación del enfoque de ingresos. Sin embargo, similar a la etapa 2, los encargados de la valuación que utilicen el enfoque de ingresos durante la etapa 3, normalmente utilizan el método tradicional de flujos de fondos descontados y una tasa de descuento relativamente alta.

La medición del valor razonable bajo el enfoque de mercado, debería basarse, en la medida de lo posible, en negociaciones o transacciones con partes no relacionadas, tales como transacciones en efectivo de partes no relacionadas para instrumentos de capital similares. Todavía falta información de empresas

que coticen estando en esta etapa, de las cuales obtener información comparable. Sin embargo, como en general en esta etapa ya se han producido varias rondas de financiación institucional, puede haber una base razonable para la aplicación del enfoque de mercado basado en las inversiones previas en la empresa.

Etapa 4: Como en la etapa 3, tanto el enfoque de ingresos como el de mercado son apropiados en la etapa 4. La fiabilidad de las previsiones financieras tiende a ser mayor en la etapa 4, ya que hay más información en la que basar las proyecciones y por lo tanto, la tasa de descuento utilizada tiende a ser menor que la utilizada en la etapa 3.

Si existen compañías en esta etapa que coticen públicamente, el valuador debería considerar esta información comparable para realizar una medición bajo el enfoque de mercado, ajustando las diferencias que sean necesarias. Además, como se comentó en la etapa anterior, el valuador puede basarse en las rondas de financiación previas de la empresa para la aplicación del enfoque de mercado.

Etapa 5: Los enfoques de ingresos y de mercado, en general son apropiados en esta etapa. La tasa de descuento utilizada bajo el enfoque tradicional de ingresos tiende a ser menor que la utilizada en la etapa 4.

Bajo el enfoque de mercado, existe cada vez mayor información en el mercado para ser utilizada en las comparaciones con el objeto de valuación.

Etapa 6: Ambos enfoques, el de ingresos y de mercado, son apropiados en esta etapa. Dado que la empresa tiene una historia financiera establecida, la fiabilidad de las proyecciones tiende a ser mayor que en las etapas anteriores, y por lo tanto, la tasa de descuento utilizada bajo el método de flujos de fondos descontados, tiende a ser menor.

Lo expuesto anteriormente, resume etapa por etapa, qué enfoques de valuación son generalmente apropiados o inapropiados. A continuación se presenta un cuadro, que señala, enfoque por enfoque, en cuáles etapas son normalmente utilizados.⁷⁹

Enfoque	Etapas o circunstancias en las que el enfoque es generalmente apropiado
De mercado	<p>El enfoque de mercado en general, aumenta su aplicabilidad y viabilidad, a medida que la empresa avanza a través de las etapas medias y entra en las etapas posteriores de su desarrollo (por ejemplo, cuando una empresa pasa por las etapas 3 a 6).</p> <p>Es poco probable que empresas que puedan ser utilizadas como comparables, sean identificadas en etapas anteriores.</p> <p>Las inversiones realizadas por amigos o familiares, que normalmente se producen en las primeras etapas, probablemente no sean indicadores confiables del valor razonable.</p>
De ingresos	<p>El enfoque de ingresos normalmente se aplica en las etapas avanzadas de una empresa (por ejemplo, etapas 4 a 6), dado que existe mayor probabilidad de encontrar historial financiero en el que basar las proyecciones.</p>
Basado en activos	<p>Históricamente, en la valuación de empresas, el enfoque basado en los activos ha sido aplicado sólo en la etapa 1 y en algunos casos en la etapa 2.</p> <p>Este enfoque se aplicará normalmente en las siguientes circunstancias:</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Se ha invertido una cantidad relativamente pequeña de dinero

⁷⁹ AICPA PRACTICE AID- Valuation of privately-held-company equity securities issued in other than a business combination- an overview. Julio 2003. Disponible en <http://www.ifacnet.com>

	<ul style="list-style-type: none">▪ Existe una limitada base (o no existe) para la aplicación del enfoque de ingresos o de mercado. Es decir, no hay transacciones comparables en el mercado, y la empresa prácticamente no tiene historial financiero.▪ La empresa no ha desarrollado un producto.
--	--

A diferencia de las etapas señaladas por el AICPA, el Cr. Rodrigo Ribeiro en su libro "Valuación de empresas: Fundamentos y Prácticas en mercados emergentes"⁸⁰ resume en cuatro las etapas por las que atraviesa una empresa.

Al respecto establece que las etapas que típicamente recorre una empresa son las siguientes:

1. Nacimiento
2. Crecimiento
3. Madurez
4. Declive (o estabilización)

En el caso de la valuación de una empresa en *nacimiento*, el Cr. Ribeiro distingue dos situaciones:

- Una primera situación donde el factor fundamental de creación de valor está incorporado como un activo de la empresa: a modo de ejemplo, una empresa que se está instalando para explotar una concesión ya obtenida que le otorga exclusividad en una actividad por determinado período de tiempo, cuenta ya con el factor fundamental de creación de valor incorporado en la empresa.

⁸⁰ Ribeiro, Rodrigo. Valuación de Empresas-Fundamentos y Prácticas en Mercados Emergentes. KPMG. Marzo 2008.

En este caso, se podría considerar que la metodología de valuación mediante descuento de flujos de fondos sería la más apropiada, ya que la empresa se encuentra en condiciones de comenzar su proceso de creación de valor.

- Una situación diferente sería si el factor fundamental de creación de valor aún no ha sido incorporado por la empresa: en el ejemplo indicado, si la empresa está constituida pero aún no se ha obtenido la concesión correspondiente, se estará ante una mera agrupación de activos tangibles, fácilmente reproducibles, y en cuyo caso se podría considerar que una valuación mediante los costos de reposición de los activos haría adecuadamente el trabajo de revelar el valor de la empresa.

Para el caso de una empresa en su etapa de *crecimiento* la valuación se podría realizar mediante el método de flujos de fondos descontados, mientras que el enfoque de mercado solamente será aplicable en la medida que se puedan encontrar empresas comparables.

En el caso de empresas en su etapa de *madurez* se pueden aplicar adecuada y más fácilmente la totalidad de los métodos de valuación.

Vemos que aquí hay una discrepancia con lo establecido por AICPA, dado que éste último no recomienda la utilización del enfoque basado en activos en esta etapa.

Finalmente, las empresas en su etapa de *declive* se podrán valorar mediante la aplicación del método de flujos de fondos descontados y la premisa de valuación será fundamentalmente la de valores de liquidación.

CAPITULO V

TRABAJO DE CAMPO – REALIDAD URUGUAYA

En esta parte del trabajo, luego de haber realizado el análisis teórico de las normas y las distintas técnicas de medición, hemos querido focalizarnos en el estudio de la realidad de un grupo de empresas uruguayas y de cómo estas seleccionan los métodos de medición permitidos por las normas vigentes así como de qué forma los aplican.

Hemos dado una gran importancia a la aplicación del Decreto 266/007 por parte de las empresas y a cómo éste ha impactado en la forma de valuación que las empresas han debido adoptar.

Para el análisis de la realidad uruguaya hemos seleccionado a las empresas que brindan información pública, dada la facilidad de acceder a sus Estados Contables para ver de qué manera valúan sus inversiones y los criterios adoptados.

Nuestro trabajo de campo se divide en dos secciones; en la primera parte analizamos las inversiones en acciones de un grupo de once empresas a cuyos Estados Contables accedimos por ser de uso público; y en la segunda parte mantuvimos entrevistas con los representantes del área contable de tres de las empresas antes analizadas para obtener la opinión y la información de los criterios que aplican con mayor profundidad.

5.1- Análisis de las inversiones a través de los Estados Contables de acceso público

Decidimos seleccionar las empresas que publican sus Estados Contables, ya sea porque emiten valores de oferta pública o porque son empresas de propiedad estatal, por el fácil acceso a los mismos a través de la página web del Banco Central⁸¹ o de las páginas web de los entes públicos⁸².

⁸¹ Banco Central del Uruguay- www.bcu.gub.uy / Superintendencia de servicios financieros/ Mercado de valores/Registro de entidades y valores

⁸² Ver detalle de la fuente de información en el análisis de cada ente

Realizamos un análisis de la totalidad de las empresas cuya información está disponible en la página del Banco Central y seleccionamos aquellas que poseen inversiones en acciones.

A continuación se presenta un cuadro con las inversiones de cada empresa analizada, con el detalle del porcentaje de participación, la relación que las vincula, esto es, si ejercen control o influencia significativa o si se trata de inversiones con participación minoritaria, la forma de medición en sus Estados contables individuales y en el caso de aquellas inversiones con las que no consolidan, cómo las valúan en sus Estados Contables consolidados. Se hace referencia además a las Normas Contables aplicadas en cada caso y a su versión, dependiendo de la aplicación anticipada o no del Decreto 266/007; indicando con (*) las normas cuyas versiones son las anteriores a las que el mencionado decreto hace obligatorias, y con (**) las que son obligatorias a partir del decreto.

EMPRESA	% PARTICIPACIÓN	INVERSIÓN EN	MÉTODO DE MEDICION- EC INDIVIDUALES	MÉTODO DE MEDICION- EC CONSOLIDADO	RELACIÓN	NORMA APLICADA
Baluma SA	100%	Baluma Cambio SA	VPP	-	Control	NIC 27*
Central Lanera Uruguaya	100%	Lanera Piedra Alta SA	VPP	-	Control	NIC 27*
Citrícola Salteña SA	100%	Nolir SA	VPP	-	Control	NIC 27*
	100%	Citrícola Salteña Europa SA	VPP	-	Control	NIC 27*
	29,37%	Tobir SA	VPP	VPP	Influencia significativa	NIC 28*
CONAPROLE	100%	Productores de Leche SA	Costo	-	Control	NIC 27**
	100%	Cerealín SA	Costo	-	Control	NIC 27**
	100%	Cemesa SA	Costo	-	Control	NIC 27**
	100%	Conadis SA	Costo	-	Control	NIC 27**
	100%	Etinor SA	Costo	Costo	Control	NIC 27**
	50%	Conapac SA	Costo	-	Control	NIC 27**
	10%	Bonprole SA	Costo	Costo	No disponible	NIC 28**
FANAPEL S.A	50%	Conabia SA	Costo	Costo	No disponible	NIC 28**
	100%	Converpel SA	VPP	-	Control	NIC 27*
	100%	ETF SA	VPP	VPP	Control	NIC 27*
	62,50%	Compañía Papelera SA	VPP	-	Control	NIC 27*
	50%	Comital Uruguay SA	VPP	VPP	Control Conjunto	NIC 31*
FORESTAL ORIENTAL	0,70%	Bolsa de Comercio SA			No relevante	No disponible
	100%	Tile Forestal SA	VPP	-	Control	NIC 27*
	100%	Valafir SA	VPP	-	Control	NIC 27*
	100%	Premeland SA	VPP	-	Control	NIC 27*
PAMER SA	100%	Dinocral SA	VPP	-	Control	NIC 27*
	100%	Zerel SA	VPP	-	Control	NIC 27*
PERSES SA	98,78%	Chanvil SA	VPP	-	Control	NIC 27*
	100%	Emi Venezuela Holding SA	Costo	Costo	No disponible	No disponible
	Participación minoritaria	Portovenus SA	Costo	-	No relevante	No disponible
ANCAP	96,74%	Petrouruguay SA	VPP	-	Control	NIC 27*
	45%	Conecta SA	VPP	VPP	Influencia significativa	NIC 28*
	95%	Cementos del Plata SA	VPP	-	Control	NIC 27*
	20%	Gasoducto Cruz del Sur SA	VPP	VPP	Influencia significativa	NIC 28*
	40%	Gas Uruguay SA	VPP	VPP	Influencia significativa	NIC 28*
	90%	Alcoholes del Uruguay SA	VPP	-	Control	NIC 27*
	99,77%	DUCSA	VPP	-	Control	NIC 27*
	100%	Ancsol SA	VPP	-	Control	NIC 27*
	100%	Caba SA	VPP	-	Control	NIC 27*
99%	Pamacor SA	VPP	-	Control	NIC 27*	
ANTEL	99,92%	ITC SA	VPP	-	Control	NIC 27*
UTE	0,63%	Central Puerto SA	Costo	Costo	No relevante	NIC 39*
	3,44%	Hidroneuqén SA	Costo	Costo	No disponible	NIC 39*
	98,65%	Interconexión del Sur SA	VPP	-	Control	NIC 27*

5.2- Entrevistas mantenidas con los representantes del área contable de las empresas seleccionadas

Para profundizar el análisis anterior hemos seleccionado un grupo de empresas para mantener entrevistas a fin de obtener mayor información a la proporcionada por los Estados Contables disponibles en los diferentes sitios web.

Es importante destacar que las entrevistas fueron efectuadas con anterioridad a la aprobación del decreto 538/009, el cual obliga a medir bajo el método del VPP a las inversiones en subsidiarias y asociadas en los estados contables individuales de la controladora. En el capítulo VI – Aprobación del decreto 538/009 desarrollamos el texto del mismo y un breve análisis de sus consecuencias.

El objetivo fue consultar su opinión acerca de la medición a valor razonable y su aplicación en las empresas uruguayas, en particular en la empresa a la que pertenece, dado el impacto que produce el cambio a partir de la aplicación obligatoria del Decreto 266/007 que cambia las opciones permitidas para valuar las inversiones en los Estados Contables individuales para aquellas empresas que presentan Estados Contables consolidados, pasando a ser el costo o valor razonable, y eliminando la posibilidad de utilizar la medición al Valor Patrimonial Proporcional.

Las empresas seleccionadas fueron: ANCAP, Citrícola salteña y UTE.

Cabe aclarar que se realizó un único cuestionario base, que se presenta a continuación y que se personalizó para cada empresa teniendo en cuenta sus inversiones y características particulares, además algunas preguntas fueron surgiendo a partir de las respuestas obtenidas en las mismas.

Cuestionario

- 1) *En primera instancia ratificamos las inversiones y los porcentajes de participación correspondientes.*
- 2) *Análisis de la valuación de cada inversión:*
 - ¿Cómo las clasifican de acuerdo a las NCA y cuál es el método de valuación utilizado?*
 - ¿Por qué decidieron valuarlas de dicha manera?*
 - ¿Han evaluado optar por otra forma de valuación?*
 - En sus Estados Contables Consolidados, ¿Cuál es la forma de valuación utilizada?*
- 3) *¿Han decidido aplicar de forma anticipada el Decreto 266/07?*
- 4) *¿Cuál fue o cree que será el impacto de su aplicación en los EC?*

A continuación se expone un resumen de las entrevistas mantenidas con las respuestas más significativas para nuestro trabajo.

UTE- Entrevista mantenida con el Cr. Alejandro Deandreis (Sub-gerente del Departamento Contable) y la Cra. Laura Nicola (Jefe del Departamento Contable)

- 1) *En primera instancia ratificamos las inversiones y los porcentajes de participación dado que tomamos como referencia los Estados Contables al 31 de diciembre de 2008⁸³, por lo que las inversiones o la participación podrían haber cambiado.*

Verificamos que las inversiones permanecen sin cambios y son las siguientes:

<u>Empresa</u>	<u>Porcentaje de participación</u>
Central Puerto SA	0,63%
Hidroneuquén SA	3,44%
Interconexión del Sur SA	98,648%

- 2) *Análisis de la medición de cada inversión:*

a- Central Puerto S.A e Hidroneuquén S.A:

En las notas a los Estados Contables observamos que los porcentajes de participación son de 0,63% y 3,44% respectivamente.

Los encuestados respondieron que ambas inversiones son argentinas y que las mismas se hicieron con el objetivo de tener presencia en aquel país pero que con el tiempo dicha intención se desvaneció por lo que las mismas son consideradas como menores, teniendo en cuenta además que la participación es muy pequeña. Nos comentaron también que estas empresas luego de la crisis argentina, dejaron de distribuir dividendos.

Por tal motivo, y adoptando un criterio de prudencia, valúan ambas inversiones al costo tanto en los Estados Contables separados como en el consolidado y agregaron que en virtud de la crisis económica de aquel país y la devaluación

⁸³ Estados Contables disponibles en <http://www.ute.com.uy/>

sufrida por el peso argentino, se redujeron los valores a fin de reconocer un posible deterioro de las inversiones.

El Cr Deandreis agregó que se decidió elegir valorar estas inversiones al valor inicialmente invertido en pesos argentinos pasado a pesos uruguayos, dado que por las características de las mismas, si se las valuara al VPP quedarían muy “infladas” y esto no sería reflejo de la realidad.

b- Interconexión del Sur SA:

Observamos que el porcentaje de participación es del 98,648%

La inversión en esta empresa al 31 de diciembre de 2008 se encuentra valuada al valor patrimonial proporcional.

3) Aplicación del Decreto 266/007

UTE ha decidido, tomando en cuenta el asesoramiento de sus auditores externos, no aplicar anticipadamente el Decreto 266/007 en sus Estados Contables al 31 de diciembre de 2008.

Al consultarles sobre si han evaluado cual será la forma de valuación elegida a partir del presente ejercicio, dada la obligatoriedad de este Decreto a partir del 1º de enero de 2009, nos informaron que no han evaluado cuál será la opción seleccionada (costo o valor razonable) ni cuál será su impacto puesto que están aguardando la aprobación de un Decreto que está actualmente en discusión, por el cual se permitirá la valuación a VPP, y de esta forma continuarían valuando de la misma manera.

Se les preguntó cuál entienden que será la opción del Decreto 266/007 elegida (es decir, cómo valorarán la inversión en Interconexión del Sur SA en los Estados Contables individuales, al costo o al valor razonable) en caso de que el Decreto en discusión no se aprobara para el presente ejercicio. El Cr. Deandreis piensa que lo más apropiado sería el costo ya que la valuación a valor razonable no lo ven tan aplicable a las empresas uruguayas y en particular para esta inversión, dado que como se trata de una empresa encargada de la construcción y gestión de una estación convertora de frecuencia y de una línea aérea que conectará la estación convertora con

Brasil, la estimación de flujos de fondos futuros se hace muy difícil, además teniendo en cuenta que el proyecto se encuentra recién en la etapa de inicio de las obras y no se conoce qué beneficios económicos traerá para la empresa.

Agregó también que, llegada la fecha de cierre de balance, se discutirá con los auditores externos sobre la opción a adoptar.

ANCAP- Entrevista mantenida con la Cra. Laura Adaime (Jefa del Departamento Contable)

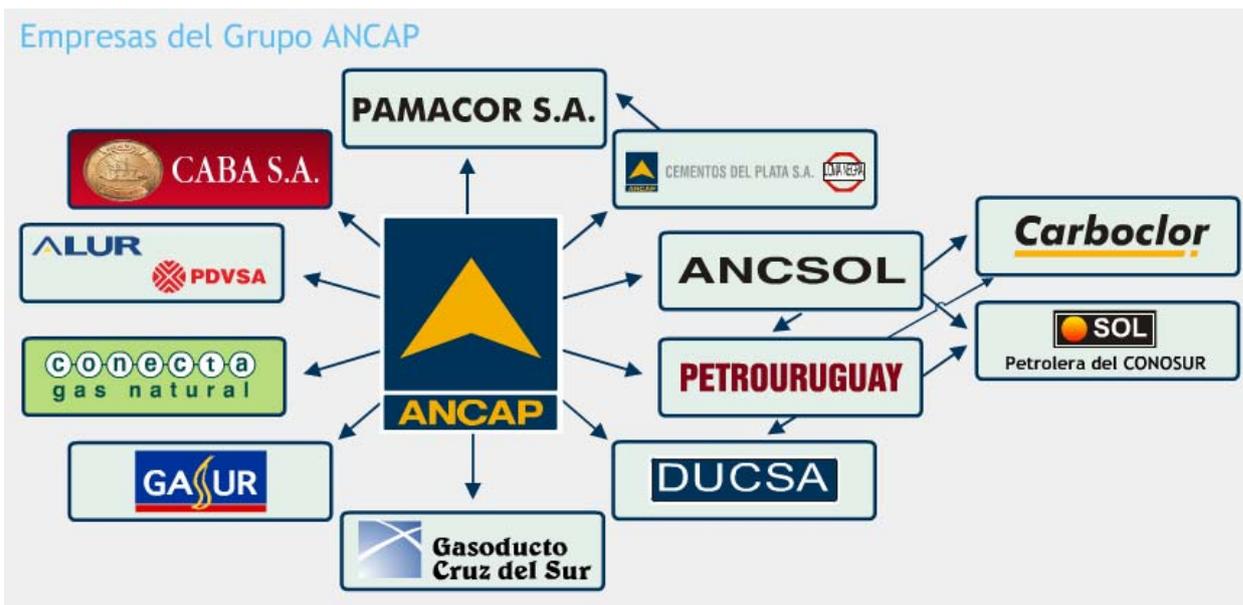
- 1) *En primera instancia ratificamos las inversiones y los porcentajes de participación dado que tomamos como referencia los Estados Contables al 31 de diciembre de 2008⁸⁴, por lo que las inversiones o la participación podría haber cambiado.*

Verificamos que las inversiones permanecen sin cambios y son las siguientes:

<u>Empresa</u>	<u>Porcentaje de participación</u>
Gasoducto Cruz del Sur S.A.	20%
Gas Uruguay S.A.	40%
Conecta S.A.	45%
Alcoholes del Uruguay S.A.	90%
Cementos del Plata S.A.	95%
Petrouuguay S.A.	96.74%
PAMACOR S.A.	99%
DUCSA	99.77%
ANCSOL S.A.	100%
CABA S.A.	100%

Accedimos a la siguiente imagen en la página web del ente, que representa gráficamente las inversiones de ANCAP en otras empresas; el mismo fue utilizado por la entrevistada para explicar las conexiones entre empresas y sus relaciones. Decidimos incluirla en nuestro trabajo dado que ilustra de forma gráfica las empresas del grupo ANCAP.

⁸⁴ Estados Contables disponibles en <http://www.ancap.com.uy/>



2) *Análisis de la medición de cada inversión:*

a- Conecta SA, Gasoducto Cruz del Sur SA y Gas Uruguay SA

Observamos en las notas a los Estados Contables al 31/12/2008 que los porcentajes de participación son de 45%, 20% y 40% respectivamente.

La contadora nos respondió que las inversiones en estas empresas se contabilizan al VPP en los Estados Contables individuales, dado que no aplicaron de forma anticipada el Decreto 266/007.

A su vez, en los Estados Contables consolidados las mismas también se valúan al VPP.

La contadora entiende que el valor patrimonial proporcional es el método que representa mejor el valor de la inversión, dado que los cambios en el patrimonio de la empresa invertida se reflejan en los Estados Contables de la inversora; más aún para las inversiones de ANCAP, las que en los últimos años han presentado pérdidas, por lo que a través del método del VPP se refleja la disminución del valor de los patrimonios de las invertidas tomando una posición conservadora.

b- Cementos del Plata SA, Petrouuguay SA, Alcoholes del Uruguay SA, DUCSA, ANCSOL SA, CABA SA y PAMACOR SA:

Observamos que los porcentajes de participación son 95%, 96.74%, 90%, 99.77%, 100%, 100% y 99% respectivamente.

Estas inversiones se encuentran valuadas al valor patrimonial proporcional y se clasifican como inversiones en subsidiarias.

3) Aplicación del Decreto 266/007

ANCAP ha decidido no aplicar de forma anticipada este Decreto dado que se entendió que a partir del mismo, las opciones para la valuación de inversiones en acciones no reflejan la realidad de las mismas. Actualmente se está discutiendo a nivel gerencial con el asesoramiento de auditores, los posibles impactos que traerá la aplicación del mismo; a pesar de esto, la contadora Adaime nos comentó que están aguardando la resolución del Tribunal de Cuentas al respecto entendiendo que es probable que el mismo permita continuar utilizando el método del VPP.

Con respecto al impacto de la aplicación del Decreto, ella cree que la opción de llevar las inversiones al costo sería beneficiosa para ANCAP aunque no reflejaría la realidad dado que si las empresas arrojan pérdidas, se pierde lo invertido y el costo estaría mostrando un valor mayor a lo que efectivamente representan las inversiones.

En lo que concierne a la opción del valor razonable, entiende que la misma no es aplicable a las empresas uruguayas dado que no existe suficiente información disponible. Agregó que la valuación de las empresas invertidas como método para llegar al valor razonable de dichas inversiones, no es algo frecuente en Uruguay ya que implican un costo muy elevado y estos procesos de valuación se llevan a cabo en casos puntuales, como por ejemplo cuando se desea vender la empresa y se cree que la misma vale más que lo reflejado en los Estados Contables.

Mencionó que en el caso de ANCAP hay que ser muy cuidadosos dado que se manejan fondos públicos, por lo que habría que fundamentar los beneficios que trae aparejado el gasto incurrido en el proceso de valuación.

**CITRÍCOLA SALTEÑA- Entrevista mantenida con el Cr. Adrián González
(Encargado del Departamento Contable)**

- 1) *En primera instancia ratificamos las inversiones y los porcentajes de participación dado que tomamos como referencia los Estados Contables al 31 de diciembre de 2008⁸⁵, por lo que las inversiones o la participación podría haber cambiado.*

Verificamos que las inversiones permanecen sin cambios y son las siguientes:

<u>Empresa</u>	<u>Porcentaje de participación</u>
Nolir S.A.	100%
Citrícola Salteña Europa S.A.	100%
Tobir S.A.	29,37%

- 2) *Análisis de la medición de cada inversión:*

a- Tobir S.A.:

Observamos en las notas a los Estados Contables al 31/12/2008 que el porcentaje de participación es del 29,37%

El Contador nos respondió que hasta ahora la inversión está siendo valuada a su valor patrimonial proporcional, tanto en los EC individuales como en el Consolidado.

b- Citrícola Salteña Europa S.A. y Nolir S.A.:

Observamos que el porcentaje de participación es del 100% en ambos casos.

Estas inversiones se encuentran valuadas al valor patrimonial proporcional y se clasifican como inversiones en subsidiarias.

⁸⁵ Estados Contables disponibles en <http://www.bcu.gub.uy>

3) *Aplicación del Decreto 266/007*

El Contador González nos comentó que la aplicación del Decreto fue discutida con sus auditores externos, y se decidió, por una cuestión de facilidad, no aplicarlo anticipadamente; postergando la evaluación de sus efectos para el cierre del ejercicio en curso.

Se le consultó acerca de cuál cree que será la opción de valuación seleccionada a partir de la aplicación de este decreto y al respecto nos contestó que en su opinión, valuarán sus inversiones al costo. Los fundamentos de la misma se basan principalmente en la simplicidad para obtener el valor en comparación con las técnicas para hallar el valor razonable. Si bien estima que se aplicará el costo por los motivos mencionados, entiende que no refleja el valor real dado que para el caso de Citrícola, las inversiones quedarían subvaluadas. Esto distorsionaría uno de los objetivos de los Estados Contables de reflejar transparencia y fiabilidad para los usuarios de dicha información y entiende que existe una tendencia de las normas a alejarse de la realidad actual de las empresas uruguayas, dado que la mayoría de éstas son de mediano porte, por lo que ven con dificultad la aplicación de la normativa actual.

Con respecto al valor razonable, cree que el mismo tiene que estar sustentado en bases confiables, dada la gran exigencia de los organismos controladores, lo cual implicaría incurrir en gastos como por ejemplo la contratación de servicios de valuación especializados.

Particularmente, para la inversión en Tobir S.A., empresa cuyo único objetivo es brindar servicio de riego, el cálculo del valor razonable debería basarse en la valuación de dicho sistema de riego. Según nos comentó esto sería prácticamente imposible dadas las características de los activos únicos en la región, por lo que no existirían consultoras capacitadas para la valuación.

CAPÍTULO VI

APROBACIÓN DECRETO 538/009

Durante la realización de nuestro trabajo y en el momento en que realizamos las entrevistas expuestas en el capítulo anterior, se encontraba en discusión por parte de la Comisión Permanente de Normas Contables Adecuadas (CPNCA) un decreto que pretendía buscar una solución para la realidad uruguaya. Los fundamentos del mencionado borrador consistían según lo expresado en el Memo Interno emitido por la (CPNCA) en que debía resumirse el criterio que se considera más adecuado para la valuación y que de no ser consistente con las NIIF, se debía considerar la posibilidad de contar con exigencias diferenciales en el país. Asimismo, y con respecto a la valuación de las inversiones en los estados contables individuales de la controladora, dado que la NIC 27 (vigente a partir del Decreto 266/07) permitía optar por valorar al costo o al valor razonable (NIC 39), la Comisión entendió que sería conveniente que se valoraran al VPP de forma que los dos balances (consolidados e individual) mostraran el mismo patrimonio.

Consistentemente con las respuestas que obtuvimos de los encuestados, respecto a la necesidad de la aprobación de este nuevo decreto dado que la medición a valor razonable era de difícil aplicación para empresas uruguayas por la escasa información disponible para efectuar una valuación con fundamentos, el día 30 de noviembre de 2009 se aprueba el Decreto 538/009 con el siguiente contenido:

Decreto N° 538/009

Ministerio de Economía y Finanzas

Montevideo, 30 de Noviembre de 2009

Visto: lo dispuesto por el artículo 89 de la Ley N° 16.060 de 4 de setiembre de 1989 en la redacción dada por el artículo 499 de la Ley N° 18.362 de fecha 6 de octubre de 2008 y el artículo 91 de la Ley N° 16.060 de 4 de setiembre de 1989, en la redacción dada por el artículo 100 de la Ley N° 18.083 de 27 de diciembre de 2006.

Resultando: I) que el artículo 2° del Decreto N° 266/007 de 31 de julio de 2007 establece los estados contables básicos.

II) que la Norma Internacional de Contabilidad 27 - Estados Financieros Consolidados y Separados es una norma contable adecuada de aplicación obligatoria de acuerdo con lo establecido en el artículo 1° del Decreto N° 266/007 de 31 de julio de 2007.

III) que la Norma Internacional de Contabilidad 27 - Estados Financieros Consolidados y separados establece: i) requerimientos particulares para la presentación de los estados contables individuales o separados y la valuación de las inversiones en otras sociedades; y ii) excepciones a la obligación de presentar los estados contables consolidados por parte de las entidades controlantes.

Considerando: I) que la normativa vigente establece como obligatoria la presentación de estados contables individuales en los casos en que las normas contables adecuadas requieran la preparación de estados contables consolidados.

II) que la reglamentación debe determinar la información básica que deben contener los estados contables.

III) que los estados contables individuales a los que refiere el artículo 89 de la Ley N° 16.060 en la redacción dada por el artículo 499 de la Ley N° 18.362 son los estados contables separados a los que refiere la Norma Internacional de Contabilidad 27 - Estados Financieros Consolidados y Separados, vigente para ejercicios iniciados a partir del 1° de enero de 2009, de acuerdo a lo establecido por el Decreto 266/007 del 31 de julio de 2007.

IV) que resulta necesario adecuar las disposiciones establecidas en la Norma Internacional de Contabilidad 27, en su aplicación como norma contable adecuada, a los efectos de establecer los requerimientos de acuerdo con los cuales los referidos estados contables individuales deberán ser presentados.

Atento: a lo informado por la Comisión Permanente de Normas Contables Adecuadas, asesora del Poder Ejecutivo, creada por la Resolución N° 90/91 de fecha 27 de febrero de 1991 y sus modificativas N° 580/007 y 166/008, de fechas 10 de setiembre de 2007 y 11 de marzo de 2008.

El Presidente de la República

DECRETA:

Artículo 1°.- En los casos en que las normas contables adecuadas requieran la preparación de estados contables consolidados, los emisores deberán presentar además sus estados contables individuales.

Artículo 2°.- Los estados contables individuales que deban ser presentados por aquellas entidades que formulen sus estados contables consolidados, podrán presentarse en el mismo documento en que son presentados los estados contables consolidados o en un documento independiente.

Los estados contables consolidados y los estados contables individuales que los acompañan, constituyen, en su conjunto, los estados contables que deberán ser sometidos a la consideración de los socios o accionistas de la Sociedad (artículo 97 de la Ley N° 16.060).

Artículo 3°.- En los estados contables individuales referidos en los artículos anteriores del presente decreto, las inversiones en entidades controladas, en entidades controladas de forma conjunta y en entidades bajo influencia

significativa deberán ser valuadas bajo la aplicación del método de la participación establecido en las normas contables adecuadas.

En todos los casos dichas inversiones deberán resultar valuadas en los estados individuales sobre bases consistentes con las que deben ser seguidas en la preparación de los estados contables consolidados en aplicación de las normas contables adecuadas.

Artículo 4º.- Las disposiciones contenidas en el presente decreto tendrán vigencia para los ejercicios económicos iniciados a partir del 1º de enero de 2009.

Artículo 5º.- Comuníquese, publíquese y archívese.

Dr. TABARÉ VÁZQUEZ, Presidente de la República; ÁLVARO GARCÍA.

Publicado el 08.12.009 en el Diario Oficial N° 27.873.

Considerando el efecto que el Decreto 538/09 tiene sobre las normas contables adecuadas en nuestro país (obligando a medir en los estados contables individuales las participaciones en subsidiarias y asociadas bajo el método de participación), en la práctica las referencias a la posibilidad de utilización del método del costo o medición a valores razonables serán de aplicación para aquellas entidades que reporten al exterior bajo normas internacionales “puras” o para las inversiones en otras empresas que podrían clasificarse como “no relevantes” (sobre las cuales no se tiene ni el control ni se ejerce influencia significativa)

CAPÍTULO VII

CONCLUSIONES

Como mencionamos en la introducción de nuestro trabajo monográfico, el objetivo del mismo consistió en analizar las distintas opciones de medición contable para inversiones en acciones, indicadas por las normas vigentes en Uruguay. En particular, el análisis de la medición a valores razonables, dada la tendencia que existe en la contabilidad mundial a su utilización, por la “transparencia” que aporta a los usuarios de la información financiera.

El objetivo de esta información es crear un marco de comunicación para ayudar a los usuarios en la toma de decisiones económicas. Para esto, la información proporcionada debe ser relevante, fiable, comprensible y comparable.

La intención de adoptar a nivel internacional, las mediciones a valor razonable, es la de incrementar la consistencia, comparabilidad y transparencia de la información proporcionada.

Sin embargo, la determinación del valor razonable está lejos de ser una ciencia exacta, ya que requiere de estimaciones subjetivas. Además, su aplicación depende de la existencia de información confiable disponible y muchas veces involucra altos costos para su desarrollo.

Es por estos motivos que en el mes de noviembre de 2009 se aprueba el Decreto 538/009, simplificando la tarea del profesional y apartando la normativa nacional de la internacional, ya que establece como forma de medición de las inversiones en subsidiarias y asociadas en los Estados Contables individuales, el método de la participación (VPP).

La aprobación del decreto es consistente con las respuestas obtenidas en las entrevistas planteadas en el Capítulo V – Trabajo de campo – realidad uruguaya; dado que la mayoría de las empresas optaban por el método del VPP y no se visualizaba que estuvieran preparadas o se estuvieran preparando para el cambio derivado de la aplicación del Decreto 266/007.

En caso de no haberse aprobado el decreto, la transición a valor razonable suponía un paso muy importante en la adaptación de la contabilidad. Dada esta dificultad, creemos que los profesionales se hubieran inclinado directamente por la opción del costo. De lo contrario, se hubiera requerido de un gran esfuerzo profesional para el desarrollo de los métodos de valuación a valor razonable.

Con la aprobación del Decreto 538/009, se simplificó ampliamente la medición contable de inversiones en acciones; a continuación se presenta un cuadro resumen de los métodos que establece la normativa vigente al respecto:

INVERSIÓN	MÉTODO ANTERIOR A LA APROBACIÓN DEL DEC 538/009	MÉTODO SEGÚN DEC 538/009
SUBSIDIARIA	NIC 27- Balance individual: al costo o según NIC 39 (valor razonable)	Método de la participación (VPP)
ASOCIADA	NIC 28- Balance consolidado: VPP NIC 27- Balance individual: al costo o según NIC 39 (valor razonable)	Método de la participación (VPP)*
NO RELEVANTE	NIC 39- Valor razonable	No cambia

* Estas inversiones deberán ser valuadas en los Estados Contables individuales, de acuerdo al Decreto 538/009, sobre bases consistentes con las que deben ser seguidas en la preparación de los Estados Contables consolidados.

Como puede apreciarse con claridad en el cuadro anterior, con la aprobación del Decreto 538/009 se abre una brecha entre la normativa a nivel internacional y la vigente a nivel nacional, ya que el Decreto establece como opción de medición el método de la participación, apartándose de lo que marca el cuerpo normativo internacional.

Nosotras entendemos que se dio un paso hacia atrás en cuanto al acercamiento a los requerimientos de información de los mercados desarrollados, puesto que por un lado se adoptó como normativa obligatoria,

sin excepciones, a las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), emitidas por el IASB (aprobándose el Decreto 266/007), para luego marcar una brecha en cuanto al tema específico de nuestro trabajo, apartándose de lo que indica la NIC 27 para la medición de inversiones en los Estados Contables individuales, al aprobarse el Decreto 538/009.

BIBLIOGRAFÍA

- Normativa:
 - Decreto 266/007. Disponible en link www.ain.gub.uy
 - Normas Internacionales de Contabilidad: 27,28, 39. Disponible en link www.ain.gub.uy
 - Norma Internacional de Contabilidad 36. Disponible en link www.ain.gub.uy
 - SFAS 157. Disponible en link www.fasb.org

- Monografías:
 - Correa, Pablo; De Freitas, Matías; Fernández, Agustín: “Análisis y aplicación del concepto de Fair Value en las normas contables uruguayas. Comparación con el USGAAP Fair Value Measurements”. Montevideo, Diciembre 2005.
 - Falero, Germán; Peirano, José Enrique: “Normas contables adecuadas en Uruguay- Decreto 266/007, impacto de su aplicación en la actividad del Contador Público”. Montevideo, Diciembre 2008.
 - Manzione, Ernesto; Pérez, Damián; Díaz, Diego: “Fair Value- Análisis del concepto a través de distintas posturas doctrinarias y normativas; principales problemas en su determinación práctica”. Montevideo, Marzo 2005.

- Libros:
 - García Agritos, Alberto: “Combinaciones de Negocios- Inversiones Permanentes en Otras Empresas”- Teoría Contable Superior- Facultad de Ciencias Económicas y Administración. Oficina de Apuntes de CECEA. Agosto 2008.
 - Hitchner, James R.: “Financial valuation: applications and models”. Año 2003. Disponible en link <http://books.google.com>

- IASC - Marco Conceptual para la preparación y presentación de estados financieros. Abril 1989.
- Pratt, Shannon P.: “The market approach to valuing businesses”. Año 2005. Disponible en link <http://books.google.com>
- Pratt, Shannon P; Niculita, Alina V.: “Valuing a business: the analysis and appraisal of closely held companies”. Año 2007. Disponible en link <http://books.google.com>
- Ribeiro, Rodrigo – Valuación de Empresas-Fundamentos y Prácticas en Mercados Emergentes. KPMG. Marzo 2008.
- Trugman, Gary R.: “Essentials of valuing a closely held business”. AICPA. Año 2009.
- Artículos en Internet:
 - Academia de Studii Economice- Approaches to valuation. Disponible en link: [http://www.finint.ase.ro/Materiale/Manuale/Investment%20Valuation Damodaran/ch2.pdf](http://www.finint.ase.ro/Materiale/Manuale/Investment%20Valuation%20Damodaran/ch2.pdf)
 - AICPA - Valuation of privately-held-company equity securities issued in other than a business combination- an overview. Julio 2003. Disponible en link www.ifacnet.com
 - AICPA- Statement of standards for valuation services- Valuation of a business, business ownership interest, security, or intangible asset – Junio 2007. Disponible en link <http://fvs.aicpa.org/>
 - American Society of Appraisers- ASA Business Valuation Standards. Año 2008. Disponible en link: <http://www.appraisers.org>
<http://www.appraisers.org/Files/Professional%20Standards/bvstandards.pdf>
 - American Society of Appraisers- Principles of Appraisal Practice and Code of Ethics. Disponible en link: <http://www.appraisers.org>

- BRAND FINANCE- Global Intangible Finance Tracker 2009- An annual review of the world's intangible value. Febrero 2009. Disponible en link www.brandfinance.com
- Deloitte – Curso de IFRS Excellence 2008.
- Ernst & Young – “Contabilidad a Valor Razonable”. Enero 2009. Disponible en www.ey.com
- Ernst & Young - Fair value measurement- proposal for a new Standard. Junio 2009. Disponible en link www.ey.com
- FASB Exposure Draft – “Fair Value Measurement” – Junio 2004. Disponible en link: www.fasb.org
- FASB - Statement of Financial Accounting Concepts No. 7: Using Cash Flow Information and Present Value in Accounting Measurements. Febrero 2000. Disponible en link www.fasb.org
- Guía de Valoración Empresarial. Disponible en www.blogdelinversor.com
- IASB - Fair value measurement- Exposure draft ED/2009/5.Mayo 2009. Disponible en link www.iasb.org
- IASB Expert Advisory Panel – “Measuring and Disclosing the Fair Value of Financial Instruments in markets that are no longer active” - Octubre 2008. Disponible en link: www.iasb.org
- Institute of Business Appraisers Inc- “Business Appraisal Practice- When to use the guideline public company method”. Año 2004. Disponible en link: <http://www.hydevaluations.com>
- IRS (Internal Revenue Service)- Ruling 59-60. Disponible en link: http://www.hantzmonwiebel.com/live_data/documents/ruling-59-60.pdf

- IVSC (International Valuation Standards Council) - International Valuation Guidance Note N° 9 - Discounted Cash Flow Analysis for market and non-market based valuations. Año 2003. Disponible en link : <http://www.romacor.ro/legislatie/23-gn9.pdf>
- MSG Accountants, Consultants & Business Valuators- IRS Business Valuation Standards. Año 2006. Disponible en link: <http://www.msgcpa.com>
- Paschall, Michael A. - Business Valuation Review : Kick the Habit: The Excess Earnings Method Must Go. Año 2001. Disponible en link: www.businessvalue.com
- Trugman, Gary R.- Business Valuation during crazy times. Año 2008.
- Trugman, Gary R. – The Transaction Method: How do you really use it?. Año 2008. Disponible en link: <http://www.bvappraisers.org>