



UNIVERSIDADE DA CORUÑA

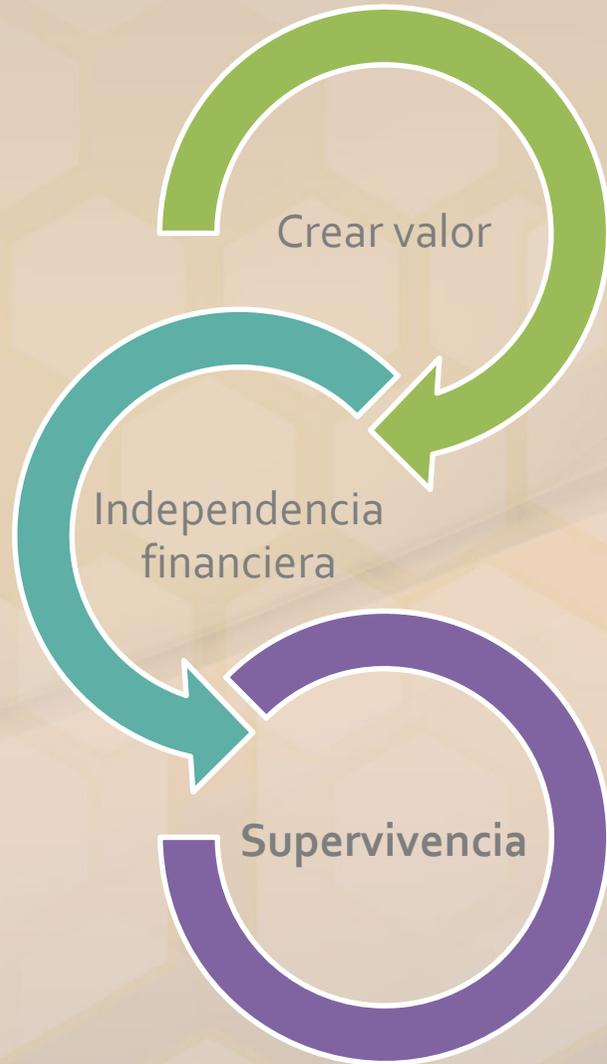
# Valoración, información contable y objetivo financiero

Dr. Carlos Piñeiro Sánchez

Grupo de investigación en Finanzas y Sistemas de  
Información (fysig). Universidade da Coruña

[www.udc.es/grupos/fysig/carlos](http://www.udc.es/grupos/fysig/carlos)  
[carpi@udc.es](mailto:carpi@udc.es)





La empresa:  
un organismo  
generador de  
riqueza



La contabilidad es el núcleo del sistema de información

- Cada operación lleva asignada una valoración
- En algunos casos esta valoración es trivial
  - El “precio”, si es una compra o una venta
- Pero en otros, no tanto
  - Operaciones gratuitas
  - Gastos accesorios
- ¿Podemos simplemente confiar en el precio?

El “valor”  
de las  
transacciones  
económicas y  
financieras

- Reglas para establecer el valor de las operaciones, a efectos contables
- Se trata de establecer criterios armonizados para...
  - Hacer que la información externa sea comparable
  - Evitar manipulaciones en la valoración del patrimonio y de las operaciones
  - Asegurar la calidad de la información contable

Los “criterios de valoración”



Valoración  
basada en  
costes



Valoración  
a precio de  
mercado



Dos enfoques  
antitéticos

ACTIVO	Nota	31/12/2008	31/12/2007
<b>ACTIVOS NO CORRIENTES</b>			
Inmovilizaciones materiales	6	39.903	39.332
Inmuebles de inversión	7	6.014	8.350
Activos intangibles	8	11.769	10.919
Fondo de comercio	9	2.548	2.548
Activos financieros no corrientes	10	2.323	1.720
Instrumentos financieros derivados	14	75	473
Activos por impuestos diferidos	27	19.983	19.418
		<b>82.615</b>	<b>82.760</b>
<b>ACTIVOS CORRIENTES</b>			
Existencias	17	26.440	19.329
Ciéntes y otras cuentas a cobrar	15	29.007	27.879
Activos financieros corrientes	10	24.535	61.332
Otros activos corrientes	16	4.827	4.501
Efectivo y equivalentes de efectivo	18	37.807	36.525
Activos no corrientes clasificados como mantenidos para la venta	19	2.309	0
		<b>124.925</b>	<b>149.566</b>
<b>TOTAL ACTIVO</b>		<b>207.540</b>	<b>232.326</b>

Fuente: web de la empresa

PATRIMONIO NETO	Nota	31/12/2008	31/12/2007
<b>CAPITAL Y RESERVAS ATRIBUIBLES A LOS ACCIONISTAS DE LA SOCIEDAD</b>			
Capital social	20	11.110	11.110
Prima de emisión	20	323.286	324.382
Acciones propias	20	(27.177)	24.745
Reservas por revalorización y otras reservas	21	(31)	0
Ganancias acumuladas y otras reservas	21	(257.844)	215.024
<b>TOTAL CAPITAL Y RESERVAS ATRIBUIBLES A LOS ACCIONISTAS DE LA SOCIEDAD</b>		<b>49.344</b>	<b>95.723</b>
<b>INTERESES MINORITARIOS</b>	<b>22</b>	<b>0</b>	<b>3.091</b>
<b>TOTAL PATRIMONIO NETO</b>		<b>49.344</b>	<b>98.814</b>
<b>PASIVOS NO CORRIENTES</b>			
Recursos ajenos	26	86.840	72.528
Instrumentos financieros derivados	14	0	10
Pasivos por impuestos diferidos	27	5.060	4.495
Ingresos diferidos no corrientes	24	720	796
Otros pasivos no corrientes	25	252	230
		<b>92.872</b>	<b>78.059</b>
<b>PASIVOS CORRIENTES</b>			
Proveedores y otras cuentas a pagar	23	29.491	22.729
Recursos ajenos	26	23.888	21.629
Provisiones para otros pasivos y gastos	28	4.394	4.834
Ingresos diferidos corrientes	24	3.706	3.551
Otros pasivos corrientes	25	3.845	2.710
		<b>65.324</b>	<b>55.453</b>
<b>TOTAL PASIVOS</b>		<b>158.196</b>	<b>133.512</b>
<b>TOTAL PATRIMONIO NETO</b>		<b>207.540</b>	<b>232.326</b>

PATRIMONIO NETO	Nota	31/12/2008	31/12/2007
<b>CAPITAL Y RESERVAS ATRIBUIBLES A LOS ACCIONISTAS DE LA SOCIEDAD</b>			
Capital social	20	11.110	11.110
Prima de emisión	20	323.286	324.382
Acciones propias	20	(27.177)	24.745
Reservas por revalorización y otras reservas	21	(31)	0
Ganancias acumuladas y otras reservas	21	(257.844)	215.024
<b>TOTAL CAPITAL Y RESERVAS ATRIBUIBLES A LOS ACCIONISTAS DE LA SOCIEDAD</b>		<b>49.344</b>	<b>95.723</b>
<b>INTERESES MINORITARIOS</b>	<b>22</b>	<b>0</b>	<b>3.091</b>
<b>TOTAL PATRIMONIO NETO</b>		<b>49.344</b>	<b>98.814</b>

Fuente: web de la empresa

La evolución de la sociedad, ¿ha sido realmente tan desfavorable?

¿Hay algo en el valor de la sociedad que no esté reflejado en su balance?

El valor de Zeltia, ¿reside en sus activos o, más bien, en sus capacidades? En sus potencialidades, en sus oportunidades de crecimiento, en su capacidad para innovar, en sus activos intangibles, en sus recursos humanos y su experiencia...

¿Y el  
riesgo?

¿Y el  
tiempo?

¿Y las  
rentas  
esperadas?

Coste de  
capital,  $k_e$ ,  
mezcla  
financiera...

La controvertida  
representatividad del  
coste histórico

Desarrollo de la teoría  
financiera

Compatibilizar la info  
contable con el objetivo  
financiero

Comprender  
los cambios

- Coste histórico
- **Valor razonable**
- Valor neto realizable
- Valor actual
- Valor en uso
- Coste de venta
- **Coste amortizado**
- Coste de transacción
- Valor contable, o en libros
- Valor residual

Los criterios de valoración en el PGC07

- Aplicable a inversiones y financiación

Nominal inicial

(-) reembolsos

(gastos y parte de amortización)

(+/-) rendimiento o coste, calculado a la tasa de rendimiento (o coste) efectiva ( $r$ )

Matemáticamente,  $r$  es una raíz de la equivalencia entre cobros y pagos (que en Finanzas denominamos TIR)

El criterio de coste amortizado

- $N = 10$                        $t = 4$  años
- $j = 5\%$  anual                 $k_0 = 1\%$
- $\alpha = 2,82$                      $i = 5,43\%$

		0	1	2	3	4
<b>Flujos de caja</b>		<b>9,90</b>	<b>-2,82</b>	<b>-2,82</b>	<b>-2,82</b>	<b>-2,82</b>
Cuadro	Amor		-2,32	-2,44	-2,56	-2,69
	Int		-0,50	-0,38	-0,26	-0,13
	Saldo		7,68	5,24	2,69	0,00
A coste amortizado	Int		0,54	0,41	0,28	0,15
	Amort		2,28	2,41	2,54	2,67
	Saldo		7,62	5,21	2,67	0,00

- La filosofía
  - Pasivo contable  $\approx$  valor de reembolso de la deuda  $\approx$  cantidad que habría que abonar para cancelarla hoy  $\approx$  valor de mercado
- Algunas reflexiones
  - En sentido estricto, CA  $\neq$  VA de la deuda
    - De hecho el pasivo contable es siempre inferior al deuda real, a menos que la operación esté libre de comisiones
  - Compensación de gastos, en la fecha de formalización de la deuda
  - ¿Qué ocurre si el préstamo se renegocia, se cancela anticipadamente o si, en general, se producen alteraciones en el plan inicial de amortización?

El criterio de  
coste  
amortizado  
(CA)

- VR = importe por el que puede ser intercambiado un activo o liquidado un pasivo, por partes independientes e informadas
  - En general, referido a un precio de mercado
  - En su defecto: técnicas de valoración formalizadas, basadas en info objetiva y de mercado y que repliquen el proceso de formación de precios
    - Descuento de flujos, valoración de derivados, etc.
- Valor razonable  $\approx$  valor en sentido financiero

La valoración contable pivota en torno al “valor razonable” (VR)



La noción  
financiera de  
valor

- Valor razonable vs. precio
  - ¿Contabilizar a precio de mercado?
- Los criterios contables y la lógica financiera: *cuando los árboles no nos dejan ver el bosque*
  - Empresa en funcionamiento
  - Prudencia
- Cuando todo lo demás falla: la ética y la deontología

Algunas  
cuestiones

- Fadesa cotizaba a 34,91€
- OPA de Martinsa a 35,7€ (+20,8%)
  - Adquiere el 86% de Fadesa por 3.512M€
  - El valor de la empresa se regulariza conforme a la norma 21 del PGC
    - Tasación pericial de TasaMadrid
    - Revalorización = 4.617M€
- Diciembre de 2007
  - CB Richard Ellis valora el activo en 10.800M€
  - Ernst & Young emite informe limpio
- Agosto de 2008: concurso

Caso de  
debate

- Norma 21 del PGC de 2007
  - Operaciones societarias a valor razonable (tasación pericial)
- Un “milagro financiero”
  - Paga 3.512M€ por una empresa con pat. neto = 3.928M€
  - Registra la diferencia (416M€) como ingreso (¿fondo de comercio?)
  - Plusvalías latentes = 4,617M€
    - Rev. Activo: 4.822M€  $\Rightarrow$  9.732M€

Normas  
valorativas,  
principios  
contables  
y la lógica  
financiera

- El ingreso ( $P - N$ ) evita evita que la empresa entre en pérdidas
- ¿Eran las valoraciones conformes con los principios de prudencia y empresa en funcionamiento?
  - CB Richard Ellis afirma que su valoración es *conforme a los estándares generalmente aceptados*, y que se ha basado solo en la info aportada por Fadesa
  - TasaMadrid establecía salvedades e incertidumbres acerca del cumplimiento de las hipótesis de valoración

Normas  
valorativas,  
principios  
contables,  
y la lógica  
financiera

*[Graham] ¿Y qué es un cínico?*

*[Lord Darlington] Una persona que conoce el precio de todo y el valor de nada*

*[Graham] Y un sentimental, mi querido Darlington, es un hombre que atribuye a todas las cosas un valor absurdo y no conoce el precio real de ninguna*

(Oscar Wilde: El abanico de Lady Windermere)

Normas  
valorativas,  
principios  
contables,  
y la **lógica**  
**financiera**

- Usted no puede gestionar una empresa pensando en precios
  - El precio es solo el valor atribuido a algo en una transacción concreta, entre dos partes específicas
  - Puede parecer una herejía: pero la existencia de un mercado puede no ser la solución
    - Porque entonces el precio pasa a estar gobernado por la especulación
- Pero tampoco puede gestionarla con base en valores irreales, inflados artificialmente o especulativos

Normas  
valorativas,  
principios  
contables,  
y la lógica  
financiera

*Al mismo tiempo que mejora la organización de los mercados de inversión, aumentan, sin embargo, los riesgos del predominio de la especulación.*

*Los especuladores podrían no resultar perjudiciales si fueran como burbujas dentro de una corriente empresarial estable; lo grave se produce cuando es la empresa la que se convierte en una burbuja en medio del desorden especulativo*

John Maynard Keynes

Normas  
valorativas,  
principios  
contables,  
y la **lógica**  
**financiera**

- El valor es una medida de...
  - Las rentas esperadas de la inversión
  - Proyectadas de forma plausible y prudente, de acuerdo con la realidad de la empresa y su contexto socioeconómico
  - Valoradas a un coste financiero expresivo de...
    - El riesgo de la empresa
    - La incertidumbre de las previsiones
- La incertidumbre y el riesgo no justifican valoraciones insensatas
  - Usted no puede crear valor sin asumir riesgo. Pero el valor no tiene su origen en el riesgo, sino en las rentas

Normas  
valorativas,  
principios  
contables,  
y la lógica  
financiera

- Negocio de turismo rural en O Baleo (Ortigueira)
- ¿Cómo podemos estimar “un” valor razonable?
- Dos reglas
  - El valor es una función de los flujos de caja futuros, el tiempo y el riesgo
  - El valor NO es único: depende de las expectativas de cada inversor
    - Subjetividad  $\neq$  arbitrariedad

Caso de  
trabajo 1

- ¿Cuáles son las características de la hostelería?
  - Habitaciones, servicios, etc.
  - Contexto geográfico
- ¿Cuál es la ocupación media de las instalaciones?
- ¿Cuáles son los costes de explotación?
- ¿Qué necesidades existen de ampliación, mejora o reforma?
- ¿Cómo vamos a financiar la operación?

Un ejercicio  
de realismo

	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>
Ocupación	40%	45%	30%	25%
Precio medio	90	95	90	80
Habitaciones	9	9	9	5
	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>
Inmovilizado	720	730	740	750
Circulante	75	77	78	77
RRPP	350	360	370	380
Deuda l/p	250	240	230	220
Deuda c/p	195	207	218	227
	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>
Ingresos	118	140	89	70
Salarios	18	19	18	11
Consumos	40	42	38	28
Energía	11	14	9	7
Impuestos	7	10	4	1
Beneficio	42	55	20	23

Pronóstico =  
datos  
históricos +  
contexto

- Porque la lógica financiera dicta que empleemos métodos de análisis formalizados
  - Principal, pero no exclusivamente, cuantitativos
- Porque esos métodos son intensivos en tratamiento de datos y cálculo estadístico
- Porque no hay *recetas*: debemos construir nuestros propios modelos de valoración y adaptarlos a cada caso

¿Por qué la hoja de cálculo?

- Software para automatizar cálculos matemáticos
- Y mucho más
  - Funciones predefinidas
  - Programación: VBA
  - Multimedia
  - Colaboración
  - Integración con Internet e Intranet

¿Qué es una hoja de cálculo?

- Hojas con estructura reticular, en un libro
  - Las celdas se designan con una letra (columna) y un número (fila). Podemos asignarles un “nombre”
- En cada celda, solo una expresión o un dato
  - No debemos combinar texto y números
  - Atención a las convenciones de puntuación
- Desarrollar expresiones basadas, preferentemente, en referencias
- Desarrollar el modelo y dejar el formato para el final

Lo básico

- Teclearlos directamente
- Importarlos de un documento local
- Extraerlos en una fuente en una Intranet, o de un documento en la web
- Establecer punteros lógicos con otras fuentes (“vínculos”)

Entrada de  
datos

- Cualquier expresión que la hoja deba manipular debe ir encabezada por =
  - La estructura de las expresiones es la usual, incluyendo el uso de paréntesis
  - Los cálculos se realizan con las reglas aritméticas y de prelación convencionales
- Funciones: métodos de cálculo predefinidos
  - Preinstaladas por defecto
  - Paquetes adicionales

Construir  
expresiones

- En la misma hoja, ocultando o “doblando” partes de la misma
- En otra hoja, a modo de resumen
  - Incluyendo, en su caso, gráficos
- Tratándose de relaciones o listados, en forma de tablas o gráficos dinámicos
- En otras aplicaciones bajo Windows, locales o en una ubicación de red
  - En un documento de Word, una presentación de PowerPoint, un documento HTML, etc.

Presentar  
resultados

- Analizar el comportamiento del negocio de turismo rural en diferentes escenarios de ocupación
- Crear un informe con los resultados
- Posibles enfoques de trabajo
  - Enfoque micro convencional: estimar la función de costes  
 $CT = CF + CV \cdot X$
  - Simulación: escenarios

Caso de  
trabajo 2

- Estamos interesados en adquirir el local anexo para ampliar nuestras instalaciones
  - Precio actual estimado = 500.000€
- El propietario actual no está dispuesto a venderlo ahora, pero sí dentro de un año por 550.000€
  - Nos ofrece adquirir una opción de compra sobre él
- ¿Cómo podríamos valorar este derecho?

Caso de  
trabajo 3

- La fórmula de valoración de opciones de Black & Scholes

$$c = S \cdot N(d_1) - X \cdot e^{-rt} \cdot N(d_2)$$

$$d_1 = \frac{\ln \frac{S}{X} + \left[ r + \frac{\sigma^2}{2} \right] \cdot T}{\sigma \cdot \sqrt{T}}$$

$$d_2 = \frac{\ln \frac{S}{X} + \left[ r - \frac{\sigma^2}{2} \right] \cdot T}{\sigma \cdot \sqrt{T}} = d_1 - \sigma \cdot \sqrt{T}$$

(N(x) = probabilidad acumulada normal tipificada)

Formulario  
para el caso  
de trabajo 3

- Sobre el objetivo financiero y su instrumentación en los modelos financieros
  - Piñeiro, C.; de Llano, P. (2009): *Dirección Financiera: un enfoque centrado en valor y riesgo*. Madrid: Delta
  - De Llano, P.; Piñeiro, C. (2011): *Elementos fundamentales de dirección financiera*. Santiago: Andavira.
- Sobre el valor y su especificación
  - Fernández, P. (1999): *Valoración de empresas*. Barcelona: Gestión 2000
- Sobre el uso de Excel en Finanzas
  - Piñeiro, C. et al. (2007): *Dirección financiera. Modelos avanzados de decisión con Excel*. Madrid: Delta

Algunas  
referencias  
bibliográficas