

24º ENCUENTRO NACIONAL DE INVESTIGADORES DEL ÁREA CONTABLE

14º SIMPOSIO REGIONAL DE INVESTIGACIÓN CONTABLE

Universidad Nacional de La Plata, 13 y 14 de diciembre de 2018

Tema 3.- Especialidad, Rama o Segmento: económico-financiero

“INFORMACIÓN CONTABLE Y APRECIACIÓN DE VALOR PARA EL FUTURO INVERSOR”

Autor: Hugo Ricardo Arreghini

Buenos Aires, octubre de 2018

## **RESUMEN de “INFORMACIÓN CONTABLE Y APRECIACIÓN DE VALOR POR EL FUTURO INVERSOR”, autor: Hugo Ricardo Arreghini**

Los efectos que se obtienen con la aplicación de una herramienta responden al objeto para la que fue concebida; su utilización para cumplir otro propósito limita su uso, que termina por ser inadecuado, y reduce su eficacia.

El particular empleo que haría un usuario para satisfacer su necesidad, que está relacionado con las posibilidades de acceso a la herramienta que la cumpliría apropiadamente, puede estar impedido cuando ella se hace inaccesible.

El cumplimiento del fin buscado puede, a veces, hacerse con un elemento que cubre parcialmente el objetivo, y, finalmente lo alcanza apelando a otros instrumentos complementarios.

La capacidad que el sistema dual, en que se apoya la contabilidad, tiene, debido a ello, una amplia expectativa de uso que, en una primera instancia, permite asignarle capacidad para hacerla intervenir en decisiones relacionadas con inversiones contingentes en entidades con propósito de lucro.

No obstante, se imputa a los estados contables deficiencias para servir a la decisión inversora de los interesados en la colocación de fondos en esas empresas.

Esa insuficiencia se quiere achacar a un entendimiento equivocado de su alcance, basado en posiciones demasiado ortodoxas que, debido a la cautela que imponen, desconocen costos de investigación y desarrollo, de campañas publicitarias, de la capitalización del financiamiento, del trabajo de los propietarios en la empresa, de las ventajas competitivas obtenidas de algún modo, entre otros factores.

La diferencia que se advierte al comparar el valor que para el propietario puede deducirse del capital que le asignan los estados contables con respecto al que podría calcularse con las observaciones del mercado, pretende ser eliminada o, al menos atenuarse, prescindiendo de lo que indica la evolución de los componentes patrimoniales individualmente considerados en el balance, cualquiera fuera la metodología para determinar su valor. En su reemplazo utilizar algún otro argumento que facilitara acercarse a la demostración que parte del mundo financiero en que se inserta la empresa.

En el trabajo presentado, con un ejemplo simplificado, fundado en el uso de cash flows, se demuestra la falacia de apelar al resultado de la acción empresaria que surge del estado de resultados de la entidad de que se trata, para intentar valorar el que correspondería asignarle en la expectativa de un inversor.

Recurrir a los flujos de efectivo para establecer el valor que la empresa podría representar debido al cambio experimentado en los fondos disponibles – que normalmente no acompaña del mismo modo a las ganancias o pérdidas cambiantes conseguidas –, es irreconciliable con

las variaciones que los estados contables demuestran en el patrimonio neto como consecuencia de los resultados periódicos.

Sin embargo, ese modo de interpretar si será o no ventajosa la inversión a efectuar, acudiendo a la evolución de los cambios de efectivo para establecer cuanto se modifica el valor de la empresa, no debe considerarse concluyente, porque está afectado por otros motivos, casi todos imprevisibles. Siempre se requiere la prospección de lo que ocurrirá, con horizonte y tasas indefinidas, y efectos basados en hechos imprevisibles, al enfrentarse con una economía respondiendo a eventuales modificaciones.

Todo dirige hacia el entendimiento que se trata de una cuestión que se plantea con situaciones fuertemente particularizadas, que entorpecen la perspectiva de resolución racional, porque responden a un exagerado número de factores comprometidos en la decisión y tienen, por ello, un alto contenido emotivo, incomprensible de antemano.

El auxilio de la contabilidad es, indudablemente, exiguu, debido a que se la reconoce demasiado vinculada con hechos, con actos ocurridos y que su respaldo en el cálculo financiero depende más de tasas de capitalización que de tasas de descuento, siendo éstas imprescindibles para vislumbrar resultados futuros que darán valor a una inversión.

La valoración de la empresa se define siempre con una apreciación unificada y representa lo que alguien está dispuesto a pagar y el propietario acepta, al concretarse la transacción sobre su venta.

**Palabras clave: Costo, valor, inversor, propietario, información, prospección**

## **INFORMACIÓN CONTABLE Y APRECIACIÓN DE VALOR POR EL FUTURO INVERSOR**

### **EL USO INSTRUMENTAL**

Un instrumento puede aplicarse a ejecutar más de una acción con resultados cambiantes que determinan una escala de eficacia y permitirían establecer el punto en que se manifiesta su utilización específica. Esa actividad debería caracterizar el uso que se le debe asignar naturalmente; indicaría en que trabajo cumple el fin perseguido al tiempo de su creación.

Las consecuencias de su empleo tienen un destino que estableció el objeto para el que fue concebido y el aprovechamiento para otros propósitos limita su utilidad y puede transformarlo en inadecuado y perjudicial.

Los efectos conseguidos con una herramienta conducen al producto que define su aplicación fundamental y de ello derivarse componentes parciales con una utilización que los convierta en subproductos de menor utilidad; éstos no constituyen piezas sustanciales obtenibles del proceso para el que estaba destinada.

El efectivo servicio de los objetos está determinado por los sujetos usufructuarios que encuentran en ellos modos de empleo que satisfacen objetivos acordes con sus intereses particulares, aunque se muestren insuficientes para responder al que esencialmente les correspondería.

En la asignación que hace el usuario hay una elección que tiene que ver, sobre todo, con sus propias necesidades y se relaciona con sus posibilidades de utilización, lo que acota el alcance que al particular destino del objeto le otorgan sus condiciones esenciales.

Puede que el sujeto escoja parte de la oferta que resulta del empleo del objeto y la complementa con la que obtiene de otros instrumentos; también que se contente con el cumplimiento de sólo una parte de su búsqueda porque la encuentre satisfecha por algún elemento que de ella se infiera. No hay, en esos casos, una adaptación de la herramienta que se encuentra al alcance de quien la dispone sino, al contrario, una aceptación por el sujeto – total o parcial – de las opciones a él ofrecidas.

En consecuencia, puede entenderse que las herramientas tienen un destino determinado, pero su empleo reconoce usos posibles que cumplen de modo parcial la función para las que estuvieron preparadas.

### **VERSATILIDAD DEL SISTEMA DE INFORMACIÓN CONTABLE**

La reconocida capacidad de la contabilidad para enfrentar una amplia expectativa de uso, debido a las importantes opciones que parece brindar su comportamiento dual en el manejo de causa-efecto, han contribuido a proyectarla como un factor independiente en la resolución de problemas que exigen la intervención de implementos que demuestran no estar finalmente a su alcance o que, proporcionados por ella, son insuficientes para lograrlo.

Una de esas falsas aplicaciones es la que se le atribuye como impulsora de la decisión sobre inversiones contingentes en las entidades con propósito de lucro.

El intento de calificar la rentabilidad potencial con relaciones de cifras informadas por los estados contables es, por lo menos, azaroso y, por lo tanto, inconveniente para ser tomado seriamente en cuenta.

El futuro participante en el capital de la empresa es habitualmente convocado por un prospecto que intenta convencerlo de las ventajas que se lograrían al financiarla y se respaldan en las perspectivas de conseguir con ello beneficios que se traducen en una rentabilidad conveniente, al compararla con las que podría deducir del cotejo con otras ofertas que puede obtener en el mercado.

Los esfuerzos que se manifiestan para conseguir contablemente demostraciones de la realidad económica, vinculando el patrimonio de las organizaciones con los valores razonables del mercado y los resultados ampliados como consecuencia de esa acción, comunicando de esa forma una imagen más fiel de su potencialidad, podrían todavía ser insuficientes para hacer de la contabilidad la herramienta que ofrezca a los presuntos inversores lo necesario para tomar decisiones que no requieran de otros elementos disuasivos.

Los expertos preocupados en esa búsqueda de una mejor señalización del camino hacia la evidencia de las perspectivas actuales que podrían ofrecerse a los potenciales interesados en financiar a la empresa, apelando a los estados contables, han ido agregando inclusivos complementos para descartar, cada vez más, la manifiesta modalidad de imponer cautela a la valoración del patrimonio neto, para reconocer costos de la investigación y desarrollo, del empleo de campañas publicitarias, de la capitalización del financiamiento, del trabajo de los propietarios, de las ventajas competitivas obtenidas de algún modo, y de la influencia favorable de un buen entendimiento de la responsabilidad social.

Es un intento para salir del encorsetamiento que la tradicional posición ortodoxa en la que la contabilidad se sostiene, de algún modo, todavía hoy, respondiendo al criterio de los viejos maestros que invocaban a la prudencia como forma de impedir la aventura de la distribución del capital aportado como si fueran ganancias.

La pregunta que debemos hacernos es: se ha logrado con ello, de ese modo, influir en las resoluciones de los potenciales inversores?; los eventuales interesados en colocar capital en las entidades económicas, tienen ahora, con la contabilidad por sí sola, la herramienta que les permite adoptar alguna decisión al respecto?

La respuesta, en mi opinión, es negativa. Sobre todo en razón de que lo que quiere demostrarse está representado por la proyección de efectos que están presuntivamente ubicados en el futuro y ello responde fundamentalmente a la aparición de circunstancias vinculantes con la incertidumbre que plantea el medio en que los actos deberán desarrollarse, con otros protagonistas y otros recursos que servirán a modalidades nuevas en un mundo que avanza vertiginosamente (1).

(1) Wirth, María Cristina, "Posible contribución de la teoría contable para la determinación del valor de una empresa", revista Contabilidad y Auditoría, Facultad de Ciencias Económicas, Universidad de Buenos Aires, Argentina, Año 5, nº 9, junio de 1999, pág. 150: "La determinación del valor de una empresa en marcha, dada la perspectiva de la continuidad de las actividades, implica considerarla como una inversión generadora de ganancias ...no es un cálculo exacto sino una razonable estimación que depende de factores de medición incierta como: - los futuros flujos de fondos que la empresa puede generar - los diversos 'estados de la naturaleza' que pueden presentarse en el futuro y su posibilidad de ocurrencia - el valor del dinero, en su versión libre de riesgo - la estimación del riesgo de la propia actividad."

## APRECIACIÓN DE VALOR PARA EL ACCIONISTA

La visión del que se encuentra fuera de la entidad con la intención de incorporarse a ella para obtener beneficios que merezcan la pena, porque prometen ser capaces de mejorar cualquier otra expectativa, es económica. En rigor su mejor representación es globalizadora del valor conjunto de la empresa de que se trata. Para nada descansa en un cálculo que pueda basarse en comparaciones de productos con costos dependientes de la acción que la organización analizada desarrolla; el cómputo a que se somete su decisión se satisface mucho mejor al hacer cotejos tendientes a valorar la entidad como un todo (2).

De tal modo su investigación no depende de lo que indica el modo de evaluar los componentes patrimoniales individualmente considerados y por eso cualesquiera sean los métodos que se utilicen para determinar lo que a ellos deba corresponder, ese cálculo será inapropiado.

Será inconducente porque tendrá dependencia directa del movimiento periódico del dinero que pueda establecerse presuntivamente, es decir del aumento o disminución de los fondos disponibles, para lo cual será necesario conocer las estimaciones que puedan hacerse por medio de estados proyectados de los cambios en la disposición de dinero con poder de compra homogéneo.

Es una cuestión discutible la influencia que el beneficio que informan los estados contables de las empresas pueda ejercer en la cotización de sus acciones. Sobre todo en cuanto a que con su utilización ello se pueda lograr de algún modo confiable.

Será posible demostrar esta sospecha acudiendo al análisis de situaciones presuntas ya que, a priori, los resultados declarados con la base de cualquier metodología, no demuestran ser conciliables con el efecto económico que podría apreciarse atribuido como valor de la empresa – traducible en el de sus acciones emitidas representantes de su patrimonio integrado – al incrementar su capital invertido para potenciar sus ingresos.

Una breve explicación corroborará esta afirmación, reducida a expresar los movimientos elementales que recoge un estado de resultados:

Ventas	100
Gastos netos de la actividad	<u>80</u>
Ganancia antes de impuesto a las ganancias	20
Impuesto a las ganancias	<u>7</u>
Ganancia neta	<u>13</u>

(2) Wirth, M.C., obra citada en (1) pág 171: "Una de las conclusiones que parece surgir del análisis realizado es que la diferencia notoria entre la denominación del valor de la empresa por el método del valor de libros y el del valor actual del flujo de fondos futuros es que en el primero se debe valorar cada activo y cada pasivo individualmente, en cambio en el segundo se calcula el valor actual de los flujos de fondos totales **generados por el conjunto de los recursos disponibles** – que incluye los reconocidos y los no reconocidos por la normas contables actuales –, y su formación relacionada. Sin embargo, ambos métodos tienen en común el uso de la estructura conceptual contable para llevar a cabo el cálculo del valor".

Esta información se ofrece con el objeto de presentar la base de datos que permite hacer una proyección de los correspondientes al período siguiente y, especialmente, para demostrar la dificultad que presume reconocer, desde la explicación que puede brindar el resultado de la acción empresaria, una valoración del patrimonio neto que sirva como motivador de la inversión de un potencial socio de la entidad de que se trata.

Para facilitar el entendimiento del caso y no complicarlo con la incorporación de factores nuevos, que modificarían la secuencia normal, se supone que el aumento del capital que se invierte (20%) no incorpora nuevos instrumentos que deban amortizarse y provoca sólo modificaciones de igual proporción en el cálculo de los ingresos, de los costos consumidos y en el movimiento de los fondos disponibles.

Los nuevos hechos que comprometen el patrimonio de la empresa no modifican la tasa representativa del costo de su capital que se define con la del mercado para préstamos que estaría en condiciones de obtener, lo que se calcula en un 10%. La tasa del impuesto a las ganancias es del 35%.

Así planteado el cambio que se origina, proyecta un cuadro de resultados del futuro nuevo ejercicio como el que sigue:

Ventas	120
Gastos netos de la actividad	<u>96</u>
Ganancia antes de impuesto a las ganancias	24
Impuesto a las ganancias	<u>8,4</u>
Ganancia neta	<u>15,6</u>

Se admite que las modificaciones producidas en el resultado neto son iguales a las que se produjeron del mismo modo en la disponibilidad de caja.

El valor de la empresa calculado antes de la modificación y era de  $13/0,1 = 130$ , pasó a ser de  $15,6/0,1 = 156$ , es decir tuvo un crecimiento del 20%, acorde con el aumento registrado en el capital invertido.

Esta equivalencia se justifica porque la modificación del beneficio fue igual a la que se operó en el cash flow y la inversión no produjo alteración alguna en la tasa de interés del mercado que se consideró para el capital invertido y se aplica a la actualización para definir el valor de la empresa.

El potencial aportante de financiamiento propio no debe garantizarse con el crecimiento de los beneficios que muestra el estado de resultados, aunque ellos se sostengan, como en este caso, con la tasa de interés aplicada para la valoración del capital de la empresa.

Qué situación indicaría si la última hipótesis agregara que la inversión del capital fuera parcialmente recibida en activos fijos y, por haber sido recién incorporados, aún no se amortizan? El cuadro de ganancias no se habría modificado, pero el flujo de efectivo se reduciría debido a la inclusión de los bienes de uso, adquiridos y pagados, por ejemplo en 4 y, por tal razón sería de 11,6. En tal situación el valor de la empresa, determinado en base al cambio en el disponible, quedaría establecido en  $11,6/0,1 = 116$ , a pesar que el resultado contable no cambia.

Estas determinaciones, sin embargo, no pueden considerarse concluyentes porque, sin duda, están afectadas por otros motivos actuantes de algún modo, casi todos imprevisibles, o por lo menos, inciertos, a los que no se puede descartar apelando a algún grado de objetividad.

Como puede observarse, la vinculación entre el estimativo valor de empresa y lo que es expresión de resultados contables – con cualquier versión que se los determine (3) – es difícilmente apreciable y parece, entonces, irreconciliable, porque se fundamenta en el flujo de efectivo que no acompaña de la misma forma a las ganancias o pérdidas cambiantes conseguidas por utilización de criterios distintos.

Aquéllos que abogan por establecer la efectiva conexión que liga a los datos que puede ofrecer la información contable, con la explicación de un valor con que se nutre el accionista – socio actual o potencial –, se proponen conseguirlo acudiendo a lo que ofrecen los estados del flujo de efectivo, entendiendo que es el más directo indicador al que debe apelarse para encontrar la solución buscada.

Esta manera de hacer la apreciación del valor para el accionista está, posiblemente, inspirada en la cercanía que encuentran entre los dividendos que es capaz de proponer el estado de resultados, cuando se dispone de fondos disponibles y las perspectivas que otorga el sostenimiento o acrecentamiento del flujo de efectivo en el cash flow.

Es un modo de no desprenderse totalmente del apoyo que brindan las expresiones contables que parten de los estados básicos dando, en este caso, principal intervención al último de los incorporados con ese título, en su versión que muestra el cambio en los fondos disponibles (4).

Esa asimilación se refuerza al mantenerse, para la formulación del estado sobre el origen y aplicación del dinero utilizable sin restricciones, la opción de acceso al método indirecto, mediante el cual se llega, aunque con un recorrido más complicado, a la determinación final partiendo del estado de resultados.

En rigor, para completar un estudio integral del problema y basarlo fundamentalmente en estos parámetros que destacan, con ese propósito, la apelación al movimiento de dinero en el tiempo, y al cálculo financiero de dicha evolución, se requiere igualmente avanzar con la prospección de lo que ocurrirá, con un horizonte no definido claramente, tratando de fundamentar presunciones de lo que es impredecible de antemano.

(3) Rappaport, Alfred, "La creación de valor para el accionista", Grupo Editorial Planteta S.A.I.C./Ediciones Deusto S.A., Buenos Aires, Argentina, 2006, pág. 37: "Esto implica que un cambio en el método aplicable a los informes financieros, tanto si viene impuesto por la Financial Accounting Standard Board (FASB)\* como por la elección de la dirección de una empresa, puede causar un impacto sustancial en los beneficios, pero no cambia los cash-flow de la empresa y, por tanto, no afecta a su valor económico."

(4) Rappaport, A., obra citada en (3), pág. 59: "El enfoque del valor para el accionista calcula el valor económico de una inversión descontando los cash-flows previstos utilizando como factor de descuento el coste del capital... estos cash-flows sirven de fundamento para calcular los rendimientos para los accionistas obtenidos por dividendos y apreciación del valor de las acciones."



Ello reclama hacer estimaciones de una planificación que dé pautas sobre los cambios que el desarrollo de la actividad será capaz de provocar en los estados de flujo de efectivo, referidas al crecimiento de los ingresos y el comportamiento de los costos que los acompañen, pero sobre todo del modo en que el proceso se financiará. También sobre cuáles serán las inversiones necesarias y la mezcla del financiamiento que adoptará y permitirá establecer la tasa de descuento a utilizar (5).

El mayor inconveniente que encontrará presupuestar ese espacio estará en predecir los efectos que deberá reconocer la actividad de la entidad al enfrentarse con eventuales modificaciones de la economía, en el medio en que tendrá que actuar.

Alguna investigación efectuada para hacer el análisis de la diversa metodología existente, empeñada en la solución de este problema, no produce conclusiones definitivas sobre cuál de ellas podría considerarse adecuada para resolverlo y tampoco establece si alguna consigue darle respuesta satisfactoria (6)

## CONCLUSIONES

Todo dirige hacia el entendimiento que se trata de una cuestión que se plantea con situaciones fuertemente particularizadas, que entorpecen la perspectiva de resolución racional, porque responden a un exagerado número de factores comprometidos en la decisión y tienen, por ello, un alto contenido emotivo.

El auxilio de la contabilidad es, indudablemente, exiguu, debido a que se la reconoce demasiado vinculada con hechos, con actos ocurridos y que su respaldo en el cálculo financiero depende más de tasas de capitalización conocidas que de tasas de descuento presupuestas, que son imprescindibles para vislumbrar resultados futuros que darán valor a una inversión.

Tal vez, muy pocos se atreven a desmentir que la única apreciación válida sobre el capital de una empresa, responde a la valoración que se refiere al conjunto del patrimonio del ente económico y que sólo se acierta, con respecto a ella, cuando alguien dispuesto a pagar ese precio obtiene de sus dueños acuerdo en el momento de enajenación de la entidad (7).

(5)Rappaport, A., obra citada en (3), pág. 61: "El cash –flow de explotación resulta de la diferencia entre las entradas y salidas de la explotación. Estos cash-flows son significativos para calcular el valor societario, porque representan la tesorería disponible para pagar a los titulares de deuda y los accionistas. Una vez que se calcula el cash-flow de explotación para cada año del período de la previsión, estos cash-flows se descuentan hasta la fecha presente. El tipo de descuento aplicable puede ser el coste del capital o la media ponderada de los costes de la deuda y de los recursos propios."

(6)Wirth, M.C., obra citada en (1), que refiere en (2) sobre la conclusión obtenida, no indica qué método proporciona la solución del problema.

(7)Wirth, M.C., obra citada en (1), pág. 150: "Tampoco puede confundirse el 'valor' con el precio pagado en definitiva por ella, porque es el resultado de un proceso de negociación entre comprador y vendedor." Esta afirmación es contradictoria con el significado de la palabra precio según la Real Academia Española: "Valor pecuniario en que se estima algo"

