VALORACIÓN DE EMPRESAS

Por ANTONIA DE LA CALLE VAQUERO Mª ÁNGELES HERRERO RODRÍGUEZ

Profesoras de la Escuela U. de CC. Empresariales de Plasencia

SUMARIO: 1. INTRODUCCIÓN.- 2. CONCEPTOS Y TÉRMINOS DE VALOR MÁS UTILIZADOS.- 3. FACTORES INTERNOS Y EXTERNOS EN LA VALORACIÓN DE LA EMPRESA.- 4. REGLAS GENERALES A OBSERVAR EN LA VALORACIÓN DE UNA EMPRESA.- 5. MÉTODOS PRÁCTICOS DE VALORACIÓN DE EMPRESAS. 5.1. Métodos simples. 5.1.1. Valor nominal. 5.1.2. Valor contable histórico. 5.1.3. Activo neto real. 5.1.4. Valor sustancial. 5.1.5. Valor de rendimiento. 5.2. Métodos compuestos. 5.2.1. Activo neto real + beneficios. 5.2.2. Método indirecto o de los prácticos. 5.2.3. Método directo o de los anglosajones. 5.3. Método de valoración bursátil.- 6. METODOLOGÍA PROPUESTA POR A.E.C.A. PARA LA VALORACIÓN DE EMPRESAS.- 7. CONCLUSIONES.- 8. BIBLIOGRAFÍA.

1. INTRODUCCIÓN

Valorar una empresa, como organismo vivo que es, supone tomar en consideración toda la serie de vertientes multidimensionales que se dan en ella: aspectos técnicos, comerciales, humanos, jurídicos, políticos, etc.

Así, la evaluación de la empresa es la expresión, en una unidad de medida homogénea, de los elementos que constituyen el patrimonio de la empresa, de su actividad, de su potencialidad o de otra cualquier característica destacable. El resultado de esta evaluación será una estimación del valor de la empresa.

Hay que tener en cuenta la idea de que el valor no es uno, sino múltiples, y sus expresiones no son sino reflejos más o menos subjetivos.

La postura que puede tomar un sujeto ante este hecho es doble:

1) Valoración subjetiva.- La empresa como bien económico tiene un valor de eficacia, un valor económico, en tanto que puede aportar bienestar a un sujeto

concreto. La valoración unitaria subjetiva vendrá condicionada por las características e intereses que mueven al sujeto que valora.

2) Valoración objetiva.- En este caso, el valor de una empresa vendrá desligado de toda posible influencia del sujeto. No se juzga el objeto de la valoración en función de la relación con cierto sujeto, se juzga el valor de un bien en circunstancias normales.

Unos consideran que la tarea de la valoración de la empresa es la de calcular un valor unitario objetivo; otros, en cambio, consideran que la misión es calcular el valor subjetivo de la empresa; y la posición intermedia aboga por una valoración objetiva y subjetiva a la vez.

Las características esenciales de la función valorativa son¹:

- a. La valoración ha de tener un motivo, un fín específico.
- b. La valoración ha de atender a consideraciones locales y temporales.
- c. La valoración es una función de ayuda a aquellas personas que tienen que decidir sobre la situación valorada.
- d. El criterio fundamental de la valoración ha de ser la potencialidad de los objetivos valorados de cara a la generación de utilidad para el sujeto que los posea.
- e. Valorar un conjunto de objetos no es igual a valorarlos uno por uno y sumar los resultados. Por el contrario, siempre se ha de tener en cuenta la interacción entre las partes componentes del objeto valorado.
- f. El evaluador debe proyectar los valores sociales y económicos imperantes, así como las creencias, opiniones y teorías aceptadas por la sociedad en la que vive.

El valor de una empresa no debe ser confundido con su precio. El valor se determina técnicamente en abstracto, mientras que en el precio entran los elementos subjetivos del mercado. El valor implica la posibilidad y el precio es una realidad derivada de la negociación.

La función valorativa no tiene como objeto sustituir al mecanismo de mercado fijador del precio de compraventa, sino proporcionar una orientación para el sujeto que haya de tomar decisiones sobre el objeto o bien valorado; el precio es el resultado subjetivo de la negociación entre las partes interesadas, y no es nunca sustitutivo del valor, al igual que éste no lo es de aquel.

¹ "Principios de Valoración de Empresas: propuesta de una metodología". A.E.C.A., Documento № 1, págs. 18-19.

Frecuentemente se emplean los términos, criterios de valoración y métodos de valoración, confundiendo el significado de los mismos.

Criterio es la norma para conocer la verdad, juicio o discernimiento.

Método es el modo de decir o hacer con orden una cosa. Es el camino lógico que se sigue en las Ciencias para hallar la verdad y enseñarla.

Así, los criterios de valoración son juicios o normas de los que partimos para valorar en economía y suponen una mayor o menor ponderación de las diferentes facetas que reflejan el valor de los bienes. La adopción de un determinado criterio de valoración da lugar a un sistema y a una estructura de valores concretos.

Los métodos de valoración deben de identificarse con el modo concreto de proceder en la valoración.

Cada método de valoración está basado en uno o más criterios de valoración.

2. CONCEPTOS Y TÉRMINOS DE VALOR MÁS UTILIZADOS

Los vocablos más usuales en torno al concepto de valor en la empresa, ya sea considerando a éste de forma individual y referido a bienes particulares, o de manera más global y con referencia a la empresa como conjunto, son los siguientes:

- Valor de compra:

Es el concepto más comúnmente utilizado por la contabilidad y supone la adopción del criterio del precio de coste histórico. Por coste se entiende el precio de cambio de los bienes en el momento en que se adquieren.

- Valor de reposición:

Por valor de reposición se entiende, el valor de reposición económica: el coste de adquisición de un nuevo elemento que nos proporcionase igual flujo de prestaciones o servicios que el anterior.

El valor de reposición de una empresa es el importe monetario que sería necesario desembolsar, para adquirir una empresa con la misma capacidad de producción de bienes y servicios.

- Valor de utilización:

El valor de utilización es aquel precio que sería necesario desembolsar, en teoría, para adquirir en la época actual un bien, susceptible de los mismos usos, en las mismas condiciones de utilización, teniendo una vida útil estimada similar y dando las mismas prestaciones en la utilización a la que se destina.

- Valor matemático o valor contable:

Este es el concepto relacionado con el balance. Se le denomina también "Book Value", o valor en libros, y viene determinado por la diferencia aritmética existente entre el activo real y el pasivo exigible, o si se prefiere, por el saldo procedente de restar a los recursos propios el activo ficticio.

Desde el punto de vista bursátil se habla del valor matemático de las acciones, que es el resultado de dividir el valor matemático o valor contable total, por el número de acciones.

- Valor económico:

Es el resultado de los cálculos comparativos entre los gastos medios anuales de un equipo dado y los de un equipo de referencia que origine prestaciones idénticas.

- Valor de liquidación:

Consiste en una valoración analítica de los elementos patrimoniales motivada por la necesidad de venta rápida; y esto debido a los más variados motivos, tales como la quiebra de la empresa, la necesidad de efectivo u otras circunstancias cualquiera.

Hay que distinguir entre un valor liquidativo y un valor de liquidación.

Mientras que el primero consiste en el cálculo estimativo de lo que razonablemente se espera obtener por la venta. El segundo, por el contrario, vendría dado por lo que realmente se obtiene.

- El current cash equivalent:

Los autores americanos hablan del Current Cash Equivalent como de un concepto intermedio entre el valor en venta y el valor de liquidación.

Estará constituido por el importe global que pudiera obtenerse por la venta de todos los activos, en el caso de una liquidación "ordenada". Hay que tener en cuenta que este concepto implica la utilización de precios de mercado (por tratarse de una venta ordenada).

- Valor de seguro:

Este es un concepto aplicado por las compañías de seguros, el cual supone partir de un valor asignado a un bien (por ejemplo, un vehículo) y que puede coincidir con el valor de compra, para ir posteriormente disminuyéndolo por la aplicación cronológica de coeficientes debidos a la obsolescencia del bien en cuestión.

- Valor bursatil:

Por valor bursátil se entiende el valor en Bolsa de una empresa, el cual vendrá expresado por lo que se denomina capitalización bursátil y que consiste en multiplicar el precio de cotización por el número de acciones de la empresa.

Las empresas que cotizan en Bolsa, tienen la posibilidad de medir su valor a través del precio de cotización que, en principio, equivale en los que los inversores estiman la posesión de acciones de la firma, se trata del "juicio" del mercado sobre el valor de la empresa.

Como es lógico, la cotización a tener en cuenta a la hora de valorar una empresa no puede ser la de un solo día, sino algún tipo de promedio.

- Valor sustancial:

Este concepto constituye uno de los más discutidos y contradictorios, porque existen gran cantidad de términos que se utilizan como sinónimo de valor sustancial y cuyo contenido es básicamente distinto.

Es bastante frecuente encontrar el concepto de valor sustancial unido al de valor real, es decir, como concepto semejante al de activo real, al cual se le han restado aquellos valores que no tengan relación directa con la actividad de la empresa.

También se identifica valor sustancial con valor presente de reposición. Puede decirse que el valor sustancial corresponde al llamado "valor de continuación" estimado en base al valor de reposición actual, tanto de los bienes como de los derechos que constituyen el patrimonio de la empresa.

Para unos el valor sustancial es independiente de la forma en que esté financiada la empresa y esto por entender que el que los fondos sean propios o ajenos no afecta a la existencia real del patrimonio.

Por el contrario, otros autores afirman la necesidad de separar el importe de las deudas del montante del valor sustancial, o por los menos distinguen entre un valor sustancial neto y otro bruto, según se descuenten o no las deudas de la empresa.

- Valor de rendimiento:

Por valor de rendimiento o valor capitalizado, se entiende el valor actual de todos los rendimientos futuros esperados de la empresa.

Se trata de un valor potencial, de un valor futuro actualizado. Es un valor que trata de recoger la potencialidad de la empresa, su capacidad para generar beneficios, y en definitiva, su valor como conjunto de bienes y derechos organizados con el fin de conseguir un rendimiento.

- El good-will:

El llamado Good-will, Fondo de Comercio o Geschäftwert, es un concepto que adquiere especial importancia a la hora de valorar empresas y es uno de los términos más controvertidos de la literatura sobre economía de la empresa.

En las empresas rentables, el beneficio obtenido es superior al considerado como normal o medio, por lo que su valor en rendimiento superará a su valor sustancial. A esta diferencia es a la que denominamos como Fondo de Comercio o Good-will.

El Good-will puede calcularse bien por diferencia entre el valor de rendimiento y el valor sustancial de la empresa, o bien, calculando el rendimiento normal atribuible al capital invertido, para restarlo del rendimiento obtenido y capitalizar la diferencia, siendo la magnitud resultante el llamado Fondo de Comercio; así se hable de métodos directos e indirectos de cálculo del Good-will o Fondo de Comercio.

Hay que tener en cuenta que, tradicionalmente viene pensándose en un good-will positivo, lo que es una visión parcial del problema, puesto que es posible la existencia de un good-will negativo, ya que existe un punto muerto que constituye el umbral del good-will positivo y la empresa no tiene por qué situarse a partir de éste. En caso de que sea negativo será preciso estudiar la forma de corregir la situación de modo que pueda transformarse en positivo.

Riebold propone llamar al good-will negativo bad-will.

Algunas de las causas de la existencia de un bad-will son:

- Instalaciones inadecuadas para la producción, mala organización de compras y producción, incompetencia del personal técnico, política insatisfactoria de salarios e incentivos (bad-will industrial).
 - Mala imagen de la empresa (bad-will público).
- Actitud desfavorable de proveedores, banqueros e inversores (bad-will financiero).
- Mala reputación cerca de los organismos públicos, políticos y administrativos (bad-will político).
- -Clientela descontenta, mala ubicación, baja calidad del producto y servicio postventa, mala organización comercial y de financiación de ventas (bad-will comercial).

3. FACTORES INTERNOS Y EXTERNOS EN LA VALORACIÓN DE LA EMPRESA

Para hallar el valor de una empresa hay que analizar una multiplicidad de elementos: financieros, comerciales, técnicos, etc., así como, el entorno o las finalidades subjetivas de la persona que realiza la valoración.

La influencia de factores internos y externos hace que las conclusiones de la evaluación de una empresa no tengan una precisión matemática.

Factores externos:

- La evolución futura de la economía del país a que pertenece la empresa analizada.
 - El sector al que pertenece la empresa a valorar.
- La evolución económica de aquellos países que están en estrecha relación con la empresa a estudiar.

Factores internos:

El evaluador debe hacer un análisis amplio y sistemático del conjunto de estos factores que contribuyen al buen o mal funcionamiento de la firma, pudiéndoles agrupar en los siguientes apartados:

- Factores de orden comercial.
- Factores de orden técnico.
- Factores de orden humano.
- Factores de orden financiero.
- Factores de orden administrativo, jurídico y fiscal.

4. REGLAS GENERALES A OBSERVAR EN LA VALORACIÓN DE UNA EMPRESA

La Comisión de Técnicas e Investigación de la U.E.C. (Unión Europea de Expertos Contables, Económicos y Financieros) considera que en la valoración de una empresa deben observase siempre las reglas siguientes:

- 1) Evaluación global: la empresa a valorar debe considerarse como una entidad y no como la suma de diferentes valores individuales (principio de evaluación global).
- 2) Consideración de futuro: el valor de la empresa siempre es función del futuro; se funda en los beneficios, los excedentes repartidos o la distribución que

pueda esperarse en el futuro, así como en la estructura previsible del activo y del pasivo.

- 3) Definición de criterios de valoración claros y precisos: los cálculos de valoración deben apoyarse en hipótesis concretas y compatibles entre sí relativas a la situación económica y financiera futura y a factores externos a la empresa. Las hipótesis no deben ofrecer a terceros una imagen errónea de la situación y han de ser claramente expuestas en el informe de valoración.
- 4) Evaluación de la posibilidad de distribución de resultados futuros: es preciso partir de la hipótesis de que el adquirente de la empresa podrá disponer de la totalidad de los resultados previsibles.
- 5) Análisis de un cierto número de cuentas de resultados anteriores: para determinar la evolución futura, así como para la mejor información del lector del informe, es conveniente en principio analizar los resultados al menos de los tres últimos ejercicios. Sólo podrá prescindirse de este análisis, a título excepcional, cuando el futuro no tenga ninguna relación con los resultados pasados.
- 6) Posibilidades de modificación de la estructura empresarial por el adquirente: la valoración, en principio, ha de fundarse en la situación actual de la empresa a valorar. Las posibilidades de que el adquirente modifique la estructura existente no deben tenerse en cuenta.
- 7) Examen de los efectos de sinergia: es conveniente examinar si determinados efectos sinérgicos provinientes de la pertenencia a un grupo han tenido influencia sobre los ingresos o gastos de la empresa en los años tomados como base para la comparación o si pueden tenerla en el futuro. Estos efectos deben analizarse en el momento de la valoración y exponerse, en su caso, en el informe.
- 8) Dirección: el conocimiento de si la dirección se mantendrá o no sin cambios es importante para el futuro de la empresa.
- 9) Valor sustancial: este valor es un elemento indispensable en cualquier valoración de la empresa. Se entiende aquí por valor sustancial el de reposición de los activos netos. Generalmente, es un valor parcial, porque algunos activos, especialmente los inmateriales, no pueden incluirse en la valoración.
- 10) Conservación del valor sustancial: al determinar los resultados futuros, corrientes y distribuciones debe suponerse que se mantendrá la capacidad productiva de los activos.
 - 11) Valoración independiente de los activos no vinculados a la explo-

tación: se consideran como tales aquellos que no son necesarios para la actividad de la empresa y que en principio pueden separarse de la misma. Estos activos deben individualizarse y valorarse por separado. Dado que su rendimiento es, con frecuencia, inferior al tanto de actualización, conviene por lo general considerarlos a su valor neto de liquidación. Los activos netos que, formando parte de la explotación, puedan considerarse independientemente (por ejemplo, participaciones, inmuebles, etc.) y cuyo valor de rendimiento sea inferior al de liquidación deben, en su caso, valorarse por separado.

- 12) El valor de liquidación como límite inferior: en principio éste es el valor menos sólido para una empresa considerada globalmente. Si por razones legales o de otro tipo una empresa no rentable tiene que proseguir su explotación, su valor puede ser inferior al de liquidación o corresponder al valor actualizado de una liquidación diferida.
- 13) El problema de valoración de partes de empresas: normalmente, el valor de una parte no corresponde al valor global de la empresa dividido por el número total de partes (acciones por lo general) emitidas. Pueden existir diferencias, especialmente en los casos de:
 - Paquetes de acciones minoritarias o mayoritarias.
 - Acciones con derechos especiales de voto o de participación en beneficios.
 - Restricciones a los derechos de cesión.

Por tanto, la valoración de participaciones requiere otro tipo de exámenes; es preciso incluso analizar si puede servir de base a tal propósito el valor global de la empresa. En su caso sólo deben tenerse en cuenta los dividendos repartidos o la cotización bursátil. En algunas circunstancias, la jurisprudencia suministra igualmente criterios útiles.

5. MÉTODOS PRÁCTICOS DE VALORACIÓN DE EMPRESAS

En la práctica existen un gran número de métodos de valoración que en una primera aproximación podríamos clasificarlos en:

Métodos simples: se basan en el análisis de alguno de estos tres datos esenciales para la valoración:

- El activo real.
- El valor sustancial.
- El rendimiento futuro que se puede esperar razonablemente de la explotación.

Métodos compuestos: se caracterizan por ser métodos prácticos, sacados de la experiencia. Resultan de combinar dos o más métodos simples y se diferencian entre sí por la importancia que atribuyen a cada uno de estos elementos en el cálculo del valor conjunto. La noción de Fondo de comercio o Good-will alcanza a través de estos métodos su máxima significación.

Estos dos grupos de métodos tienen como fuente de datos principal, el ámbito interno de la empresa. Cuando la valoración tiene como puntos de referencia, exclusivamente, apreciaciones o juicios externos a ella, suele hablarse entonces del Método de valoración bursátil.

Los métodos contables que comentaremos son los siguientes:

- En base a factores internos:

MÉTODOS SIMPLES:

MÉTODOS COMPUESTOS:

- 1. Valor nominal
- 1. Activo neto real + beneficios.
- 2. Valor contable histórico
- 2. Método indirecto o de los prácticos.
- 3. Activo neto real
- 3. Método directo o de los anglosajones.
- 4. Valor sustancial
- 5. Valor de rendimiento
- En base a factores externos:

MÉTODO DE VALORACIÓN BURSÁTIL.

5.1. MÉTODOS SIMPLES

5.1.1. Valor nominal

En caso de valoración de empresas constituidas en sociedad se pueden valorar las acciones en su valor nominal. El valor nominal refleja la parte alícuota del capital social y no incorpora conceptos tales como las reservas tanto autogeneradas como desembolsadas.

Esta valoración sería aceptable si se tratase de empresas de creación reciente que no han tenido todavía la ocasión de enriquecerse por la aportación de valores incorporables apreciables.

En cualquier otra situación, una valoración de este tipo es muy dificil de aceptar.

5.1.2. Valor contable histórico

Considera que el activo neto contable representa el valor del patrimonio de la empresa. Es decir, los bienes propiedad de los accionistas en un momento dado, como resultado de la gestión de la empresa desde su creación.

Si A es el total del activo y L el endeudamiento global, según los valores recogidos en los libros contables, su cálculo será:

$$V = A - L$$

o, lo que es lo mismo: V = Capital + Reservas.

La limitación de este método es que una valoración de este tipo se extrae de un balance que en la mayoría de los casos ha sido realizado teniendo en cuenta criterios fiscales, siempre discutibles en cuanto a su actualidad, en lugar de criterios económicos, por lo que aspectos a tener en cuenta como la inflación o la obsolescencia no aparecen recogidos.

Por ello, con objeto de mejorar el método, aunque sigue presentando claras insuficiencias, se ha intentado situar las diferentes partidas del activo en un contexto histórico, ponderándolas con ayuda de un índice de precios variable según la antigüedad de los activos.

Pero tampoco en esto los expertos se han puesto de acuerdo, y se plantea el problema de determinar el índice a aplicar: índice general de precios o índice de precios relativos del sector.

5.1.3. Activo neto real

El activo neto real representa el verdadero patrimonio de la empresa. Pero éste no tiene por qué coincidir con el activo neto contable, ya que la mayoría de los valores contables que figuran en el balance no corresponden a los valores reales de los bienes y de los créditos de la sociedad. Las causas distorsionadoras son múltiples: depreciación de la moneda, obsolescencia, diferencia entre la amortización fiscal y la depreciación real de las inmovilizaciones o el movi-

miento de los precios de mercado sobre ciertos bienes y la existencia en el activo de elementos sin valor real.

Como los valores contables no concuerdan con la realidad, se hace necesario tomar uno a uno todos los epígrafes, tanto del activo como del pasivo del balance y sustituir los valores contables por valores más cercanos a la realidad.

El activo neto real es igual al excedente del conjunto de bienes y derechos de toda clase que posee la empresa y que constituyen su activo sobre el total de sus deudas, es decir, su pasivo exigible. Su cálculo responde a la siguiente ecuación:

V = A R - P R

Donde:

AR es el valor del activo real. PR es el pasivo real exigible.

La determinación del activo real a partir del activo contable comprende las siguientes operaciones:

- a. Recuento por vía de inventario de lo existente, poniendo de relieve las características (identidad, marca, año de compra, etc.) y recogiendo los elementos de apreciación que permitirán asignarle un valor apropiado (estado, duración, valor de uso residual, etc.).
- b. Clasificación por naturaleza de los bienes, atendiendo a su procedencia y a su uso.
- c. Una vez establecido el inventario, la clasificación y las informaciones indispensables para la apreciación de los valores recogidos, se puede proceder a la valoración.

Los elementos que integran el activo total de una empresa podemos clasificarlos como sigue:

- Valores susceptibles de incluirse en el balance, que se componen de elementos distintos:

BIENES MATERIALES

Inmovilizados

Existencias

DERECHOS DE PARTICIPACIÓN Y DE CRÉDITO TESORERIA Y VALORES MONETARIOS VALORES INMATERIALES

- -Valores susceptibles de ser incluidos en balance durante un período limitado a efectos de periodificación; entre éstos cabría situar los gastos amortizables del Plan General de Contabilidad.
- -Valores no susceptibles de ser incluidos en el balance y que no se prestan a evaluaciones específicas: Fondo de comercio creado por la empresa, valoración de la clientela, reputación de la firma, etc.

5.1.4. Valor sustancial

Es el valor real del conjunto de los bienes empleados en la explotación o producción, cualquiera que sea su financiación. Es decir, comprende todo el activo del balance comprometido en la explotación, tratándose de un activo total y no de uno neto, pues, a diferencia de éste, no comprende ningún pasivo exigible. Las exigibilidades no pueden ser deducidas del valor sustancial, pues en principio el modo de financiación no puede afectar a la evaluación del patrimonio. Si el valor sustancial se minorase en el importe de las deudas esto se traduciría en diferencias de valor, según que un empresario financiase su negocio ya recurriendo al crédito, ya con capitales propios.

El valor sustancial no tiene por qué coincidir con el valor del activo real, ya que no comprende la totalidad de los epígrafes de un balance, pues el buscar el valor real del instrumento de producción elimina todos los elementos no comprometidos en la explotación e incluso los que no proporcionarán servicios duraderos.

La utilización del valor sustancial como método de valoración puro sería muy cuestionable. De hecho este valor está destinado a ser corregido con la rentabilidad. Pues incluso la U.E.C., que considera que toda evaluación de empresa debe estar fundamentada sobre la determinación de la masa de bienes y sobre el cálculo de su valor sustancial, añade que a partir de este estado la empresa no debe ser asimilada a un montón de objetos o de valores inertes. La capacidad de rendimiento de la sustancia constituye una condición indispensable de la formación de "todo valor de riqueza", es decir, de elementos de activo.

El procedimiento de evaluación comprende dos fases:

- 1. Determinación de la masa del activo a través de las operaciones:
 - Inventarización.
 - Clasificación según su estado de reposición y posibilidades de empleo.

2. Evaluación de las masas, determinando para ello los precios básicos a su valor corriente. Así, el valor sustancial de una empresa se obtiene multiplicando para cada uno de los elementos la cantidad por este precio.

El valor sustancial es, pues, un valor puramente teórico y diferente del activo real que se establece desde la perspectiva de la continuidad de la explotación en las condiciones existentes cuando se realiza la evaluación.

El valor sustancial presenta todavía cuestiones sin resolver.

Debemos pensar que es un valor de explotación bruto, en tanto que prescinde del pasivo exigible. Y unido a este problema aparece el de que si los elementos circulantes de explotación deben considerarse incluidos en el valor sustancial.

5.1.5. Valor de rendimiento

También es conocido como valor en renta, valor potencial o valor actual. Este valor está constituido por la suma de sus rentas futuras descontadas en el momento de la evaluación. Es un valor global en el que no se puede conocer la participación de cada uno de los elementos patrimoniales en el mismo. Este enfoque considera a la empresa como un solo proyecto de inversión.

El valor de rendimiento puede ser superior o inferior al valor analítico, según como se haya desenvuelto la organización, siendo la diferencia entre uno y otro el valor de dichos elementos intangibles (que se denomina Fondo de comercio o Good-will) positivo o negativo.

El valor de la empresa para sus propietarios en base al modelo de actualización o de rendimiento viene dado por la ecuación general siguiente:

$$VE = VR = \sum_{j=1}^{n} \frac{FRj}{(1+i_{j})^{j}}$$

Donde:

FRj hace referencia al flujo de renta esperado en el ejercicio j. (j=1,2,3,...,n).

VE es el valor de la empresa, por definición el valor de rendimiento VR

i_j es la tasa de descuento del ejercicio j que varía con el flujo de renta.

n es el número de ejercicios económicos (años) tomados para el descuento.

Este modelo general suele considerar dos hipótesis restrictivas:

- a) Los flujos de renta van a permanecer invariables.
- b) La tasa de actualización también va a permanecer invariable para cada año y flujo de renta.

Bajo tales hipótesis restrictivas la ecuación anterior se convierte en:

$$VR = \sum_{j=1}^{n} \frac{FR}{(1+i)^{j}} = FR \cdot a_{n} = r$$

Que si consideramos que el valor de n tiende a infinito, entonces:

$$VR = FR/i$$

Tales hipótesis restrictivas constituyen una simplificación excesiva y en la práctica los problemas que tal modelo de valoración plantea y con él los métodos que se derivan del mismo, están centrados en tres aspectos fundamentales:

- La determinación de los flujos de renta esperados.

Los flujos de renta dependen del método de valoración que sigamos. En general, dependiendo del método elegido, los siguientes flujos pueden encontrarse habitualmente entre los utilizados: el beneficio, los dividendos, los cashflow (beneficios más amortizaciones) y los flujos de tesorería, calculados según diversos procedimientos y en función del grado de información disponible.

Para los métodos más tradicionales, el beneficio constituye el flujo por excelencia, estando basado su cálculo en el pasado.

Los métodos más seguidos en la actualidad toman como flujos de renta los dividendos y los flujos de tesorería esperados, de tal manera que se pretenden hacer estos independientes de los habidos en el pasado, aunque no aislados, por lo que su estimación requiere de un profundo análisis de la gestión de la empresa y sus perspectivas de rentas futuras.

- La elección de la tasa de descuento.

En relación con la tasa de descuento se puede afirmar que no existe unanimidad a la hora de elegir la misma.

La tasa de descuento reduce a su valor actual el rendimiento esperado en el futuro, significando la remuneración que se estima debe ser satisfecha al capital

invertido en una empresa dada. El nivel de esta remuneración está condicionado, de una parte, por la coyuntura general del mercado financiero de un país; por otra, por la situación propia de la empresa a evaluar. Cuánto mayor sea la tasa elegida menor será el valor actualizado. Diferencias mínimas en la tasa de descuento pueden ocasionar variaciones importantes en la cuantía del valor actualizado.

Lo más práctico para elegir la tasa de descuento es atenerse a las condiciones específicas de cada caso concreto bajo el principio de que la tasa de descuento ha de recoger, en todo caso, una prima de riesgo si tal riesgo no se recoge a través de los flujos de renta considerados.

- El período a tomar para la actualización.

Tampoco existe unanimidad en relación a cual debe ser el período de tiempo durante el que se ha de llevar a cabo la actualización. Aunque se está de acuerdo en que para períodos excesivamente largos el valor actualizado carece de representatividad, al igual que lo hace el flujo estimado. Por ello lo normal será tomar períodos que como mucho estarán comprendidos entre los 10 y 20 años (no obstante, pueden existir casos en que sea posible la aplicación de períodos superiores).

a) Método de actualización de los beneficios

El valor de la empresa se obtiene actualizando a un determinado tipo de interés, el beneficio medio anual (B) de la empresa.

B será, normalmente, un beneficio extrapolado del pasado, previos ajustes para adecuarlo a las posibles modificaciones de los elementos tomados a través de los criterios analíticos.

En cuanto a la tasa de descuento, suele tomarse una tasa libre de riesgo como puede ser la de la deuda a largo plazo del Estado, a la cual se le adiciona una prima por riesgo que está en función del sector, empresa, etc.

El método plantea dudas relativas al beneficio que se toma, dado que puede fluctuar considerablemente en función del número de años que se consideren para hacer la media.

b) Método de actualización de los dividendos

Mediante este método el valor de la empresa se considera como el resultado de actualizar los dividendos esperados en el futuro, generalmente por un período limitado de tiempo **n**, más el valor residual de la empresa al final de dicho período:

$$VE_0 = \sum_{j=1}^{n} \frac{dj}{(1+i)^j} + \frac{VE_n}{(1+i)^n}$$

Donde:

VEo es el valor de la empresa en el momento de la evaluación.

dj son los dividendos esperados en el año j para (j = 1,2,...,n).

VEn es el valor esperado de la empresa al final del período considerado.

- i es la tasa de actualización que incluye el riesgo y que suponemos constante.
- n es el número de años tomados en consideración.

La cuestión más relevante es cómo incorporar el riesgo asociado al futuro, y más particularmente a los flujos futuros de renta, al cálculo del valor, existiendo a este respecto dos posibilidades:

- La incorporación del riesgo a través de los dividendos, lo que implica que d sea variable en el tiempo. La tasa de descuento figura libre de riesgo.
- La elección de una tasa que incorpora una prima por riesgo (método de la tasa de descuento con riesgo). Dicha tasa dependerá del tipo de empresa, de su tamaño y del sector o mercado en el que se desenvuelve la misma.

c) Actualización de los flujos de tesorería

Este es el método de actualización más aceptado en la actualidad, aunque requiere un sistema de información generalmente más eficiente, debido en gran medida a que, hoy por hoy, el sistema contable está sustentado en el principio de devengo en lugar del de caja.

Este hecho ha generado que, para su aplicación práctica, se busquen métodos alternativos simplificadores del cálculo de tales flujos, soliendo ser habitual que se calculen estos a partir de los beneficios futuros estimados de la empresa que se pretende valorar, una vez efectuados los ajustes necesarios para que los mismos sean veraces.

El valor de la empresa queda determinado por la ecuación:

VEo =
$$\sum_{j=1}^{n} \frac{FTj}{(1+i)^{j}} + \frac{VEn}{(1+i)^{n}}$$

Bajo el supuesto de que i (tasa de descuento o rentabilidad esperada) permanece constante en todo el período de evaluación, siendo:

FTj el flujo de tesorería neto esperado en el año j.

VEn es el valor esperado de la empresa al final del período considerado (n).

5.2. MÉTODOS COMPUESTOS

5.2.1. Activo neto real + n beneficios

Este método parte del concepto del activo neto real, al que se le incorpora lo inmaterial, sumándole n beneficios. Así, el valor de la empresa se determina:

VE = Activo neto real + n beneficios netos anuales

Algunos autores especifican que n debe estar generalmente comprendido entre 1,5 y 3 para las empresas industriales.

5.2.2. Método indirecto o de los prácticos

En el método indirecto, también denominado de los alemanes por ser frecuentemente aplicado en los países germánicos, se parte de la consideración de que el valor teóricamente correcto de la empresa es el valor de rendimiento. Una vez conocido el valor sustancial (VS), por el que se estima el valor de la parte tangible de la empresa, su fondo de comercio (FC), se calcula por el método de la diferencia respecto al valor de rendimiento (VR); es decir, por la diferencia entre el valor de rendimiento y el valor sustancial:

$$FC = VR - VS$$

En principio, el valor global de la empresa (VE), sería la suma de los valores de su parte tangible y de su parte intangible o, lo que es lo mismo, de su valor

sustancial y su fondo de comercio. Sin embargo, en el método alemán, al valor sustancial solamente se le añade la mitad del fondo de comercio. Lo cual se justifica por las dos razones siguientes:

- La primera por la incertidumbre que afecta a la determinación del fondo de comercio y al mantenimiento de un principio de prudencia valorativa que aconseja no valorar a la empresa en exceso.

-La segunda apunta que el fondo de comercio de la empresa en el momento de la compraventa ha sido creado por el vendedor, pero para mantenerlo el adquirente ha de seguir realizando un esfuerzo similar, y por ello el fondo se debe repartir entre los dos, y el comprador solamente ha de pagar la mitad de su valor.

Al aplicar este método, se obtiene como valor global de la empresa el siguiente:

$$VE = VS + \frac{FC}{2} = VS + \frac{VR - VS}{2}$$

$$VE = VS + \frac{VR}{2} - \frac{VS}{2} = \frac{VR}{2} + \frac{VS}{2}$$

$$VE = \frac{VR + VS}{2}$$

Por tanto, según este método, el valor global de la empresa resulta igual a la media aritmética simple de los valores sustancial y de rendimiento. En algún caso puede ser cierto que se cumpla esta igualdad, pero no hay ningún motivo razonable que obligue a que lo sea en todos. Este extremo es el que más se le ha criticado al método indirecto.

5.2.3. Método directo o de los anglosajones

Este método, también llamado de la renta del good-will, estima el fondo de comercio por el procedimiento de los superrendimientos y luego se añade este importe al del valor sustancial para estimar el valor global.

a) El método de los superrendimientos

Sea B el beneficio anual, supuesto constante, que se espera que genere la empresa para su propietario, por término medio, en cada uno de los años de su duración. La rentabilidad que supone este beneficio en relación al valor material de la empresa es:

$$r = \frac{B}{VS}$$

Si la rentabilidad anual que puede considerarse normal es k, el superrendimiento anual constante será:

$$B - k \cdot VS$$

o lo que es lo mismo:

$$r \cdot VS - k \cdot VS = (r - k) \cdot VS$$

Por tanto, cuando se calcula el fondo de comercio por el procedimiento de los superrendimientos, según sea el supuesto de que se parta, surgen las siguientes expresiones:

- Cuando se considera que la duración de la empresa es de **n** años y que el tipo de descuento adecuado al análisis (rentabilidad requerida) es igual a la rentabilidad normal **k**:

$$FC = (B - k \cdot VS) \cdot a_{n|k} = (r - k) \cdot VS \cdot a_{n|k}$$

- Cuando se supone que la duración de la empresa es de n años y que el tipo de descuento adecuado al análisis es de k' que puede ser diferente que la rentabilidad normal:

$$FC = (B - k \cdot VS) \cdot a_{n} k' = (r - k) \cdot VS \cdot a_{n} k'$$

-Cuando se considera que la duración de la empresa es ilimitada y que el tipo de descuento adecuado al análisis es igual a la rentabilidad normal **k**:

$$FC = (B - k \cdot VS) \frac{1}{k} = (r - k) \cdot VS \frac{1}{k}$$

-Cuando se supone que la duración de la empresa es ilimitada y que el tipo de descuento adecuado al análisis es un k' que puede ser diferente que la rentabilidad normal:

$$FC = (B - k \cdot VS) \frac{1}{k'} = (r - k) \cdot VS \frac{1}{k'}$$

b) La estimación del valor global en el método directo

En el método directo, el valor global de la empresa se estima añadiendo al fondo de comercio, calculado por el procedimiento de los superrendimientos, el valor sustancial. Por tanto, responde a la expresión:

$$VE = VS + FC$$

Donde, a su vez, el fondo de comercio responderá a la expresión que corresponda a los supuestos que se hagan, conforme a lo señalado en el subapartado anterior.

Algunos autores consideran que el tipo de rendimiento normal debe aplicarse al valor global de la empresa y no a su valor sustancial. La razón es que el adquirente de la empresa ha de pagar por ella su valor global y que invirtiendo ese importe al tipo de rentabilidad normal obtendría k-VE, con lo cual el superrendimiento que obtiene comprando la empresa es:

$$B - k \cdot VE$$

En tal caso, el valor global de la empresa se obtiene sin más que despejarlo en la expresión correspondiente. Así, en el primer caso considerado en el subapartado anterior (cuando se considera que la duración de la empresa es de n años y que el tipo de descuento adecuado al análisis es igual a la rentabilidad normal k), se obtiene:

$$VE = VS + (B - k \cdot VE) \cdot a_{n} k$$

De donde se deduce que:

$$VE (1 + k \cdot a_{n]k}) = VS + B \cdot a_{n]k}$$

o lo que es lo mismo:

$$VE = \frac{VS + B \cdot a_{n}]k}{1 + k \cdot a_{n}k}$$

De forma semejante, por poner otro ejemplo, en el último caso (cuando se supone que la duración de la empresa es ilimitada y que el tipo de descuento adecuado al análisis es un k' que puede ser diferente que la rentabilidad normal), se obtiene:

$$VE = VS + (B - k \cdot VE) \frac{1}{k'}$$

De donde, a su vez, se deduce:

VE
$$(1 + \frac{k}{k'}) = VS + \frac{B}{k'}$$

Y finalmente:

$$VE = \frac{VS \cdot k' + B}{k' + k}$$

Del mismo modo se opera en los otros dos casos considerados en el apartado anterior, alcanzándose los resultados recogidos en la tabla siguiente:

k' = k	Duración	Valor global
SI	Limitada	$VS + B \cdot a_{n]k}$
		$\frac{1 + k \cdot a n] k}{$
NO	Limitada	VS + B·a _{n] k} '
		$1 + k \cdot a_n k'$
SI .	Ilimitada	VS·k + B
		2k
NO	Ilimitada	VS·k' + B
		k' + k

5.3. MÉTODO DE VALORACIÓN BURSÁTIL

Este método viene determinado por el producto de la cotización de sus acciones en bolsa por el número de títulos en circulación, es decir, que el valor de la empresa es el resultado de multiplicar el precio unitario de mercado de cada acción **P** por el número de acciones en circulación **N**:

$$VE = P \cdot N$$

Esta forma de valoración de las empresas tiene el inconveniente de que no todas las empresas cotizan sus acciones en bolsa. Como cotización de las acciones no debe tomarse una sola cotización, sino la media de las cotizaciones de un determinado período, con objeto de que el valor bursátil tenga una mayor representatividad.

Al determinar el valor de una empresa, su valor bursátil es un valor de referencia muy importante. Si el mercado bursátil funcionara con cierta

perfección, el valor bursátil sería de inestimable utilidad, ya que dicho valor debe ser un reflejo no sólo del valor intrínseco de la empresa, sino también de las expectativas de beneficios futuros. Sin embargo, no puede descartarse la posibilidad de manejos especulativos que creen un valor bursátil artificial. Por otra parte, si se quiere vender la empresa determinando su precio en base al valor bursátil, éste debe ser rectificado multiplicándolo por un coeficiente corrector comprendido entre 0 y 1, aunque por lo general más cercano a 1 que a 0, porque si todas las acciones fueran sacadas al mercado bursátil casi simultáneamente, su cotización descendería considerablemente, como consecuencia de la ley de la oferta y la demanda. Al ofrecer más acciones en el mercado, su precio debe bajar.

6. METODOLOGÍA PROPUESTA POR A.E.C.A. PARA LA VALO-RACIÓN DE EMPRESAS

La Comisión de Valoración de Empresas de A.E.C.A. (Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas) en el Documento nº 1 propuso una metodología para la valoración de empresas.

Esta propuesta parte de la base de considerar a la empresa como proyecto de inversión y por tanto es evidente que la valoración es una estimación de la utilidad que la empresa va a proporcionar en el futuro a quienes la posean. Se intentará proyectar el potencial económico-financiero de la empresa al futuro, al objeto de conocer su evolución. El futuro será producto de factores endógenos elegidos por quienes la dirigen y de otros exógenos que vendrán impuestos desde el exterior.

Los factores endógenos son los objetivos que en todos los planos se marque la empresa, los cuales determinarán su evolución desde dentro.

Los factores exógenos son los posibles estados y la evolución misma del mundo exterior en torno a la empresa.

Ambos tipos de variables condicionarán en cada momento la marcha de la empresa y las utilidades que reporte a quienes la poseen.

En un plano estrictamente financiero, la utilidad puede ser medida de una forma precisa por los excedentes de caja (cash-flows) generados por la empresa en sus operaciones, por lo cual ésta es la forma más apropiada de estimar el valor de las utilidades generadas en el futuro.

Dado que esta forma de estimación proporcionará una corriente de cashflows, al buscar un valor unitario será preciso reducirla a un número, para lo cual es necesario una fórmula de traslado temporal de las distintas estimaciones.

Tal es la fórmula de valoración cuyo establecimiento requiere resolver tres problemas básicos:

- Estimación de los flujos de caja.
- Consideración del periodo de tiempo a lo largo del cual se va a considerar la vida de la empresa.
- Elección de la tasa de descuento.

Todos los temas considerados anteriormente constituyen la metodología de la evaluación:

- Selección de objetivos de comportamiento.
- Expectativas socieconómicas del entorno.
- Estimación de los flujos de caja.
- Fórmula de valoración e hipótesis en que se basa la misma².

7. CONCLUSIONES

La valoración de empresas ha venido cobrando una importancia creciente en los últimos años. Quizá las principales razones se encuentren en la liberalización de las economías y en su mayor integración a nivel internacional. Ambas cuestiones favorecen la competencia y ésta obliga a las empresas a adaptarse adoptando dimensiones adecuadas.

Consideramos que el método propuesto por la Comisión de Valoración de Empresas de la A.E.C.A. es el más correcto desde el punto de vista teórico y conceptual, sin embargo no es utilizado con generalidad quizá por las dificultades que su aplicación plantea.

Los métodos prácticos de valoración que han encontrado mejor aceptación entre los profesionales que ejercen su labor en la empresa privada, son sucedáneos más o menos válidos, según las circunstancias, y son más utilizados en la práctica debido a su menor dificultad.

² El tratamiento específico de cada uno de estos temas puede verse en "Principios de Valoración de Empresas: propuesta de una metodología". A.E.C.A., Documento № 1.

La valoración es un proceso realizado por expertos independientes que tratan de proyectar sobre un determinado bien los valores socioeconómicos de la comunidad en la que viven, ofreciendo como fruto de su trabajo unas cifras que pueden servir como base para las decisiones que se vayan a adoptar en torno al bien valorado.

En el ámbito empresarial valorar equivale a considerar al bien evaluado como un proyecto de inversión que genera una corriente de flujos monetarios en un determinado intervalo de tiempo, puesto que, desde el punto de vista social, la función financiera de la empresa y de los elementos que la componen se traduce en la generación de rentas monetarias dentro del proceso dinerobien-dinero característico de toda entidad lucrativa en el mundo capitalista.

Según la metodología propuesta por A.E.C.A., la valoración supone:

- Escoger un escenario para la valoración, esto es, un conjunto de hipótesis de comportamiento para la empresa (variables endógenas) y para el mundo económico que constituye su entorno (variables exógenas).

-Estimar la corriente de flujos de caja que generará en el futuro el bien valorado. Eventualmente puede encontrarse una medida del riesgo de la estimación efectuada para cada uno de los términos de la corriente.

- Reducir la corriente de flujos a un solo número, indicador que expresará el valor actual de la misma. Este número puede ser el valor central de una variable aleatoria, en cuyo caso se expresará también una medida de su dipersión absoluta o relativa.

Una vez hallado el valor, el evaluador ha de ofrecerlo a aquellos que tienen que decidir respecto a la empresa, los cuales se servirán del mismo en el proceso de toma de decisiones. En este sentido, la evaluación misma puede ser una guía para el comportamiento futuro del empresario, ya que se basa en unas hipótesis que para el empresario serán variables de actuación, cuyo manejo correcto hará que la unidad empresarial genere los flujos monetarios previstos en la evaluación. Sin embargo, la aplicación más corriente de las estimaciones del valor está sin duda en las negociaciones sobre la compraventa de una empresa, que tomarán como base el valor calculado para determinar el precio de la operación.

Hay que tener en cuenta que la valoración de la *empresa plurisocietaria* implicará un proceso valorativo diferente, en razón a que, de una parte, se deberán valorar las sociedades filiales, las cuales estarán representadas total o parcialmente en el activo de la matriz, según cual sea el grado de control de ésta

sobre aquellas, para terminar valorando el patrimonio de la sociedad matriz, caso de existir éste, pues puede darse el caso de que sus bienes se concreten prácticamente en títulos valores representativos de su participación o propiedad de otras sociedades, situación típica de las sociedades holding o de inversión mobiliaria. En estos casos pueden darse diversas situaciones relativas a los efectos sinérgicos de este conjunto de sociedades; en definitiva, de explotaciones y plantas que configuran la empresa, así como referentes a las diferentes posiciones valorativas a que se puede dar lugar cuando la matriz y las filiales cotizan sus acciones en Bolsa de Valores frente a la evaluación, según ciertos métodos, de sus bienes, los cuales pueden dar resultados similares a los derivados de la valoración bursátil.

También parece claro que la valoración de los objetivos empresariales se referirá normalmente a las partes de la empresa. Siendo éstas en muchas ocasiones sociedades filiales, por lo que no podrán ser consideradas sujetos, sino auténticos objetos en relación a la valoración de la empresa dominante.

En definitiva, el concepto generalizado de valoración de la empresa queda concretado en el caso plurisocietario o complejo, el cual representa con mayor identidad un proyecto de inversión, situación que sirve para definir el verdadero objetivo de todo proceso valorativo de la empresa como unidad económica.

8. BIBLIOGRAFÍA

Alfonso A. Rojo. Contabilidad Financiera y de Sociedades. Comentarios y casos prácticos.

Ed. Tebar Flores, 1.992

Andrés S. Suárez Suárez. Economía Financiera de la Empresa Ed. Pirámide, 1.985

Eduard Fondevila i Roca. La Valoración de Empresas. Análisis contable y financiero (II).

Enciclopedia de Dirección y Administración de Empresa.

Ed. Orbis, 1.984

Eduardo Pérez Gorostegui. Economía de la Empresa. (Introducción) Ed.Centro de Estudios Ramón Areces, 1.989 Fulgencio García Cuéllar. **Teoría de la Valoración de Empresas**. Econónimas y Empresariales en la Univerdidad Nacional de Educación a distancia, Nº 6. 1.975.

Confederación Española de Cajas de Ahorros.

Principios de Valoración de Empresas: MÉTODOS PRÁCTICOS DE VALORACIÓN DE EMPRESAS.

A.E.C.A., Documento nº 3. 1.983

Principios de Valoración de Empresas: PROPUESTA DE UNA METODOLOGÍA.

A.E.C.A., Documento nº 1. 1.981

Santiago Garrido Buj. Análisis para una tipología en torno al concepto de valor en la Economía de la Empresa. Económicas y Empresariales en la Universidad Nacional de Educación a distancia, Nº 9. 1.978 Confederación Española de Cajas de Ahorros.

Santiago Garrido Buj. El fenómeno del Valor y de la Valoración en la Empresa. Económicas y Empresariales en la Universidad Nacional de Educación a distancia, Nº 11-12. 1.980 Confederación Española de Cajas de Ahorros.

Steven D. Popell. Gestión práctica de la pequeña Empresa. Ediciones Deusto, S.A. 1.989