

**COLECCIÓN** FRANCIS  
LEFEBVRE

**AECA**

**Aspectos Prácticos  
de la Valoración de Empresas**

Actualizado a 26 de enero de 2018



Esta obra es el resultado  
de un estudio técnico cedido  
a **Francis Lefebvre** por

**Dr. Alfonso A. ROJO RAMÍREZ**  
*Universidad de Almería*

**D. Gregorio LABATUT SERER**  
*Universidad de Valencia*

© Francis Lefebvre  
Lefebvre-El Derecho, S. A.  
Monasterios de Suso y Yuso, 34. 28049 Madrid. Teléfono: (91) 210 80 00. Fax: (91) 210 80 01  
[www.efl.es](http://www.efl.es)  
Precio: 33,28 € (IVA incluido)  
ISBN: 978-84-17162-75-7  
Depósito legal: M-3489-2018  
Impreso en España  
por Printing'94  
Paseo de la Habana, 9-11. 28036 Madrid

Cualquier forma de reproducción, distribución, comunicación pública o transformación de esta obra solo puede ser realizada con la autorización de sus titulares, salvo excepción prevista por la ley. Diríjase a CEDRO (Centro Español de Derechos Reprográficos, [www.cedro.org](http://www.cedro.org)) si necesita fotocopiar o escanear algún fragmento de esta obra.

# Índice

	Pág.
<b>1. Introducción</b> .....	9
<b>2. Conceptos básicos de valoración</b> .....	11
2.1 Valor y precio .....	11
2.2 Tipos de valor .....	14
2.3 Los métodos de valoración .....	14
2.4 Actuación del experto .....	18
2.5 Caso práctico global .....	20
<b>3. Métodos basados en el coste o valoración analítica</b> .....	23
3.1 Introducción .....	23
3.2 El valor neto contable corregido (VNCC) .....	27
3.3 El valor sustancial (VS) .....	29
3.4 El valor de liquidación (VL) .....	33
3.5 Caso práctico global .....	36
<b>4. El valor del Fondo de Comercio. Métodos de valoración mixtos o compuestos (MMC)</b> ..	39
4.1 Introducción .....	39
4.2 Formulación clásica: método directo o anglosajón .....	41
4.3 Formulación moderna: método de la unión de expertos contables (UEC) .....	44
4.4 Formulación actual. Método del beneficio residual (RIM) .....	48
4.5 Caso práctico global .....	51
<b>5. Valor de rendimiento. Método de descuento de flujos de tesorería</b> .....	55
5.1 Fundamentos .....	55
5.2 El valor actual de los flujos netos de efectivo o tesorería .....	57
5.3 Los flujos de efectivo futuros de la empresa .....	58
5.3.1 Cálculo de los flujos netos de efectivo .....	59
5.4 Cálculo de la tasa de descuento .....	64
5.4.1 El coste de la financiación ajena (kd) .....	65
5.4.2 El coste de los recursos propios (ke) .....	66
5.4.3 El coste medio ponderado del capital (ko) .....	71
5.5 Cálculo del valor de continuación .....	71
5.6 Caso práctico global .....	75
<b>6. Métodos comparativos o por múltiplos</b> .....	81
6.1 Fundamentos .....	81
6.2 Obtención de los múltiplos .....	83
6.2.1 Análisis de la empresa objetivo .....	84
6.2.2 Análisis de la/s empresa/s comparable/s .....	84
6.2.3 Clases de variables a utilizar para relacionarlas con el precio .....	85
6.3 Ventajas e inconvenientes del método .....	87
6.4 Usos alternativos de los múltiplos .....	87
6.4.1 Utilización para determinar el valor residual o de continuación en el método de descuento de flujos de tesorería .....	87
6.4.2 Determinación de un rango de valoración .....	88
6.5 Caso práctico global .....	90

	<u>Pág.</u>
<b>7. Informe de valoración</b> .....	93
7.1 Introducción .....	93
7.2 El contenido del informe .....	93
7.2.1 Introducción.....	93
7.2.2 Descripción sobre la metodología a utilizar .....	94
7.2.3 Descripción del método o métodos seleccionados .....	95
7.2.4 Conclusiones. Valor de la empresa .....	95
7.2.5 Los anexos.....	96
<b>8. Caso general</b> .....	97
<b>Bibliografía</b> .....	107

# Abreviaturas

<b>AyPNAE:</b>	Activos y pasivos no afectos a la explotación.
<b>CI:</b>	Valor del capital invertido
<b>CPNE:</b>	Capitales permanentes necesarios a la explotación
<b>IASB:</b>	International Accounting Standard Board
<b>LBO:</b>	<i>Leverage Buy Out</i>
<b>MBO:</b>	<i>Management Buy Out</i>
<b>MDFE:</b>	Método de descuento de flujos de efectivo
<b>NIIF:</b>	Normas Internacionales de Información Financiera
<b>OPV:</b>	Oferta Pública de Acciones
<b>PER:</b>	<i>Price earning ratio</i>
<b>RAc:</b>	Recursos financieros ajenos
<b>RIM:</b>	<i>Residual Income Method</i>
<b>VBM:</b>	Value-Based Management
<b>VE:</b>	Valor Económico de la empresa
<b>VF:</b>	Valor Financiero de la empresa
<b>VNCC:</b>	Valor Neto Contable Corregido
<b>VS:</b>	Valor Sustancial
<b>VSB:</b>	Valor sustancial bruto

## 1. INTRODUCCIÓN

El objetivo de esta obra es dar a conocer desde una perspectiva eminentemente práctica los distintos modelos y métodos de valoración de empresas así como las diferentes alternativas que actualmente pueden ser utilizadas para este fin.

Conviene comenzar señalando la falta de comprensión que existe acerca del concepto de valor, a pesar de tratarse de una manida palabra con muy diferentes enfoques a uno de los cuales nos queremos referir aquí: el valor económico, que no es otra cosa que el resultado de la observación detenida de los bienes, sus cualidades y efectos. En realidad el concepto de valor es filosófico y tiene que ver con la ética y la moral, lo que lo aleja del mercado ya que se trata de una reflexión acerca de un bien y el papel que este ejerce para un usuario. La diferente concepción filosófica, ética y moral, que el sujeto tiene determina en gran medida el valor que se asigna a los bienes, de aquí que la función del valorador sea de especial interés para llevar a cabo esta labor, ya que el usuario interesado suele desvirtuar el valor por su interés particular en una sociedad financierizada por el mercado.

El valor es sustancialmente estable frente al mercado que tiende a incorporar apreciaciones fuera del uso habitual del bien. Por ejemplo, el mercado hace de la vivienda un elemento de inversión especulativo cuando su función intrínseca es de uso para el fin para el que se concibe. Cobra así especial significado el doble significado que a menudo se le atribuye al valor tras Adam Smith: el valor en uso y valor de cambio; el valor intrínseco de un bien y su precio en el mercado. Los usuarios tiende a confundir rápidamente valor y precio considerando que el valor viene dado por el mercado como consecuencia del intercambio entre diversos sujetos.

Ya Rojo-Ramírez, (2011a) demostró la diferencia que existe entre uno y otro hablando de valor de los bienes. No existe la "paradoja del valor económico" ya que hablamos de dos cosas diferentes que nos empeñamos en equiparar.

Dicho esto, este libro trata de ofrecer al lector una guía sobre lo que es el valor de una empresa, no sobre cuál es su precio. Trata de cómo ayudar a estimar el valor de uso de una empresa, no del precio de transacción de la misma. Ello no quiere decir que no tengamos que hablar de precios. Es más, algunos de los métodos que se utilizan en la práctica (por ejemplo, los métodos de referencias o de múltiplos) son realmente intentos de estimar los precios de mercado. No obstante es muy importante que el usuario de este libro sea consciente de esta diferencia para no caer en un error tan común como inadecuado.

Otra cuestión que conviene resaltar ahora es el papel tan importante que juega el sistema de información de la empresa y, en particular, el sistema de información contable, la contabilidad. El valorador se vale como instrumento primario indispensable de la información proporcionada en las Cuentas Anuales, fundamentalmente el Balance, la Cuenta de Pérdidas y Ganancias, que ofrecen por sí mismos una valoración contable de la empresa supeditada a los criterios y normas contenidos en el Marco Conceptual de la Contabilidad que, por tanto, se centran en el criterio de coste histórico o precio de adquisición y que por tanto, no puede reconocer y recoger el valor de uso de un bien, a pesar de los esfuerzos realizados en dicho Marco Conceptual.

Si lo que deseamos es ofrecer un valor de la empresa más allá del puro valor contable (histórico) se hace necesario descubrir los aspectos que de la empresa hacen que ésta sea de utilidad para los sujetos que desean conocer su valor. Como estos sujetos interesados son principalmente la gerencia y los propietarios es de lógica que debamos diferenciar en el valor.

De este modo, diferenciamos dos valores distintos de la empresa, según que nos centremos en el valor para la gerencia (que es poco menos que decir el valor para los *stakeholders*) o el valor para los propietarios o *stockholders*. En el primer caso se estima el valor de la empresa en su conjunto, teniendo en cuenta sus activos productivos con independencia del modo en el que se hayan financiado los mismos. Nos referiremos entonces al Valor Económico o intrínseco o global de la empresa. En el segundo caso nos referiremos al valor de la empresa para sus inversores (socios), por lo que tomamos en consideración al estructura financiera de la empresa.

Asociado a los datos contables hay que hacer mención aquí y ahora a las limitacio-

nes de estos para la valoración de empresas, en particular el hecho de no permitir incorporar los activos intangibles que pudiera haber generado la empresa a lo largo de su vida a consecuencia de la gestión en ella desarrollada. Esto hace que los valores individuales de los elementos que conforman la empresa no sean capaces por sí mismos de ofrecer una visión completa de los negocios. De otra manera, el valor de uso o intrínseco de un bien es algo más que el valor presente individual y toma en consideración el contexto y el encaje del sujeto en él.

En definitiva, en este libro usted encontrará:

- Un primer capítulo que tiene que ver con los fundamentos de la valoración y la función del experto.
- Un segundo capítulo dedicado a mostrar los métodos basados en coste actualizado como una forma de proyección de los datos contables.
- Dadas las limitaciones de los métodos precedentes se incluye en tercer capítulo en el que se habla del fondo de comercio su papel y su forma de cálculo.
- Un cuarto capítulo se dedica a ver los métodos basados en la utilidad o método de rendimiento, desarrollando en la medida de lo posible el método de descuento de flujos de efectivo.
- Aunque no se trata de métodos valorativos propiamente dicho, se ofrece también un capítulo dedicado a los métodos de mercado o métodos de múltiplos.
- Finalmente, se agrega un capítulo destinado a orientarle en la elaboración de un informe de valoración.

Todos los capítulos se acompañan de casos prácticos donde puede ver cómo implementar los diferentes métodos valorativos. Además se incluye en caso práctico global el final como conclusión.

Los autores.

## 2. CONCEPTOS BÁSICOS DE VALORACIÓN

### 2.1. VALOR Y PRECIO

El *valor* económico es un concepto subjetivo y abstracto (Rojo-Ramírez & Martínez-Romero, 2014), no es único y depende de la situación personal y particular de los individuos. Hace referencia a la apreciación que hacen los individuos implicados sobre las cualidades de los objetos o cosas que valoran, de su utilidad, por lo que ciertamente es un concepto individual, particular y relativo de cada sujeto económico. El valor es por tanto una apreciación que nada tiene que ver con el mercado.

Sin embargo, existe cierta propensión a confundir el concepto de valor con el concepto de precio. El precio sólo existe si hay mercado siendo el equivalente monetario de una transacción que implica forzosamente dos o más sujetos económicos. En este sentido el precio está afectado por las leyes de la oferta y la demanda existentes en cada momento del tiempo que son las que finalmente permitirán un acuerdo entre partes derivado de una negociación. Esta negociación es más o menos visible en función de los tipos de bienes transferidos, los agentes que intervienen en el mercado, el nivel de información, la regulación existente, etc. En este sentido, el valor es utilizado frecuentemente como información previa ante una posible negociación en una transacción.

Contraponiendo valoración y precio, se puede afirmar que el precio es el reconocimiento social que se hace del valor. Esto significa que un objeto puede tener mucho valor para un individuo, pero no para el conjunto de la sociedad, que puede asignarle un precio muy inferior, o al revés, puede ser que el mercado asigne un precio muy elevado a un objeto, pero que su valor intrínseco no sea tal. Por ejemplo, podemos hablar del precio (remuneración) de un jugador de fútbol, que puede ser muy bajo, por proceder de la cantera y sin embargo tener un gran valor por ser muy bueno en su actividad, o al contrario. Normalmente estos desajustes entre valor y precio el mercado tiende a reconciliarlos con el tiempo.

Estos conceptos pueden ser aplicados al mundo de las empresas pudiendo hablar de valoración de la empresa y precio de la empresa, si bien es cierto que la cuestión se hace un poco más compleja, ya que la empresa ha de ser entendida como un conjunto de elementos organizados que funcionan de forma integrada cada uno de los cuales tiene un valor concreto, o como un proyecto de inversión que genera en el futuro flujos de renta para sus propietarios.

Si adoptamos el primer punto de vista lo que hacemos es valorar cada elemento individualizado según su función y condiciones de uso en el contexto en que tiene lugar el proceso de valoración. A este tipo de valoración la denominamos valoración analítica o basada en coste. Si adoptamos en el segundo punto de vista lo que tratamos de saber son las expectativas o utilidades esperadas que es capaz de aportarnos la empresa como unidad de negocio. A este tipo de valoración se la conoce valor basado en renta o valor por utilidad.

Hoy día existe una clara preferencia por el valor de utilidad (las rentas que esperamos de la empresa a futuro) de manera que el valor de cualquier bien puede quedar expresado:

$$V = f(U)$$

Donde:

$V$  = Valor.

$f(U)$  = función de su utilidad.

La utilidad según se ha comentado y de acuerdo con Rojo Ramírez, (2008) es un concepto subjetivo que depende de la apreciación particular de cada sujeto, pero siempre existen algunos elementos de referencia que cualquier individuo tiene en mente para su medición, como son el coste y la escasez.



En definitiva, el valor es una función que está asociada a tres elementos fundamentales (Rojo-Ramírez, 2008a):

- Su *Utilidad*, es decir el grado de satisfacción que se espera del bien, por lo tanto, está ligado al futuro. La utilidad se mide en función de las rentas que se espera obtener en un futuro de los bienes objeto de valoración. La utilidad es un concepto global, es decir, la utilidad depende de cómo se aúnan y gestionan los bienes físicos e intangibles para conseguir las rentas futuras.
- Su *Coste*, es decir el esfuerzo, pérdida o sufrimiento en que se incurre para conseguir el bien en las condiciones actuales. Aunque está ligado al pasado ha de ser ajustado a las condiciones actuales del entorno. Por tanto, depende del gasto incurrido o el precio pagado en el pasado por la obtención de los activos y pasivos objeto de valoración, pero corrigiéndolo para tomar en consideración su estado de uso, su función y el entorno actual. No tiene en cuenta los aspectos intangibles, tan sólo en la medida que están reconocidos previamente por la empresa (p. ej., Por haber sido adquiridos con antelación). Esto se considera hoy en día una limitación importante, dada la relevancia de los intangibles en nuestra economía, por lo que se considera como un valor de mínimos.
- Su *Escasez*, es decir, de la cantidad o número de elementos iguales o parecidos que existen en el mercado. Tradicionalmente la escasez genera un incremento del valor de los elementos que puede estar asociado a su escasa oferta, su singularidad y/o al deseo de pertenencia.

Así pues, podemos concluir señalando que el valor puede quedar expresado de la siguiente manera:

$$V = f(U, C, E)$$

Donde:

$V$  = Valor

$U$  = Utilidad.

$C$  = Coste.

$E$  = Escasez.

En conclusión, desde una perspectiva económica y dadas las preferencias actuales al uso, podemos definir el valor como el “grado de utilidad o aptitud de las cosas para proporcionar bienestar o deleite o para satisfacer necesidades” (Rojo-Ramírez & García Pérez de Lema, 2006), “que no es otra cosa que las rentas económicas que se estima llegarán a su tenedor por el hecho de poseer dicho bien, esto es, los flujos de tesorería que esperan recoger de su posesión a lo largo del tiempo” (Rojo-Ramírez, 2008a)

En consecuencia, el valor por utilidad, “tiene una proyección futura muy importante que obliga a realizar una correcta planificación de las expectativas sobre las mismas. Cuanto más acertada sea esta planificación futura de expectativas, más representativo será el valor asociado al objeto.” (Labatut Serer, 2011). Este enfoque da lugar a la expresión de valor siguiente:

(Ecuación 1)

$$V_0 = \sum_{j=1}^{\infty} \frac{\text{Utilidades}_j}{(1+k)^j}$$

Donde:

$V_0$  = Valor de la empresa en un momento del tiempo 0.

$\text{Utilidades}_j$  = Son las utilidades o rentas esperados en el ejercicio  $j$  [ $j = 1, 2, 3, \dots, n, n+1, \dots$ ].

$k$  = es la rentabilidad mínima esperada por los inversores o coste de oportunidad.

Cuando hablamos de la valoración de las empresas o de negocios, que son conjuntos de elementos complejos con un fin determinado donde coexisten elementos tangibles (materiales) e intangible (inmateriales), la valoración adquiere una mayor complejidad operativa que va a requerir del experto un adecuado conocimiento, no ya de los modelos valorativos existentes (basados en coste o utilidad), también de los negocios, de la empresa en sus diferentes áreas y del entorno, con especial énfasis en los datos económico-financieros. Este enfoque da lugar a la siguiente expresión general de cálculo:

$$\text{(Ecuación 2)} \quad V_0 = \sum_{j=1}^n \text{bienes}_j$$

Donde:

$V_0$  = Valor de la empresa en un momento del tiempo 0.

$\text{Bienes}_j$  = Son los diferentes elementos (en términos contables, activos y pasivos) que forman parte reconocida de la empresa  $j = (1, 2, 3, \dots, n, n+1, \dots)$ .

De este modo, situados en el contexto actual que pone su énfasis en el modelo de utilidad, podemos hablar de las *hipótesis básicas fundamentales* (Rojo-Ramírez, 2008a) en la valoración de todo negocio, como son:

- *Empresa en funcionamiento* o gestión continuada: se asume el principio de gestión continuada, de modo que la empresa puede seguir generando en el futuro flujos de renta.
- *Unidad de conjunto*: una empresa o un negocio está formado por una serie de elementos de activo, tangible e intangibles, y de pasivo, que han de ser evaluados conjuntamente pues forman una unidad.
- *Teoría económica de la inversión*: según la cual el valor es una función de la inversión y esta se mide por el valor actualizado de los flujos de renta futuros estimados que puede generar la misma (AECA, 1996).
- *Teoría financiera*: según la cual el valor del negocio depende de su tasa de crecimiento esperado, de los flujos de tesorería futuros y del riesgo existente en la obtención de dichos flujos de tesorería (Rojo-Ramírez, 2008a).
- *Activos afectos a la actividad*: que nos indica que "...lo que interesa valorar es la capacidad de la organización para conseguir rentas netas de tesorería a partir de aquellos elementos que son necesarios e imprescindibles para su normal funcionamiento en el mercado. Cualquier otra renta generada por la empresa, no forma parte del valor intrínseco del negocio, aunque sí se tendría en cuenta si existe transacción" (Rojo-Ramírez, 2008a). De este modo, lo que interesa para determinar el valor de la empresa o negocio son los flujos de tesorería que generan los activos afectos al negocio y no aquellos otros que no lo están. No obstante, en caso de transacción de toda la empresa (incluidos los activos no afectos al negocio), éstos se deberían tener también en cuenta.
- *Existencia de rentas positivas*: la aplicación del criterio de empresa en funcionamiento exige la existencia de rentas positivas a futuro porque en caso contrario no se cumpliría la Teoría económica-financiera de la inversión. Por lo que habría que aplicar otros métodos alternativos.
- *Disponibilidad de información* sobre datos históricos, con el objeto de poder realizar las estimaciones sobre el futuro, en función de los datos del pasado. Si no es posible disponer de estos datos históricos el valorador tendrá que decidir su actuación, bien elaborando un plan de negocio ex-novo, o aplicar una valoración basada en coste o analítica.

## 2.2. TIPOS DE VALOR

Al tratar sobre el valor de la empresa o negocio, habrá que tener en cuenta a qué tipo de valor queremos aludir, lo que depende del tipo de activos afectos o inversión afecta generadora de valor a la que nos refiramos.

Si lo que interesa son los activos totales afectos de la empresa o negocio, tanto tangibles (materiales) como intangibles (inmateriales), lo primero que corresponde es determinar cuál es esa inversión o Capital Invertido (CI). Como tal ha de entenderse el conjunto de los activos financiados con financiación con coste (propia o ajena), de manera que aquellos activos financiados espontáneamente (p. ej. la financiación de proveedores y acreedores sin coste explícito, Administraciones públicas, etc.) no serán tomados en consideración, o mejor, estarán incluidos dentro del CI como parte del capital circulante o fondo de maniobra. A este valor se le conoce normalmente como valor económico de la empresa o Valor Global del negocio (VE o VG). A menudo también como *Gross Asset Value* o Valor sustancial de la empresa cuando se utiliza para el cálculo del valor el modelo de coste.

Si lo que interesa es calcular el valor de la empresa para los propietarios, conocido normalmente como valor financiero de la empresa o del negocio (VF) lo que se requiere es estimar el valor de los activos afectos al negocio que se encuentran financiados tan solo por el patrimonio neto o fondos propios<sup>1</sup>. A este valor de la inversión financiado exclusivamente con fondos propios también se le conoce como *Net Asset Value* o Valor neto contable corregido cuando se utiliza el modelo de coste.

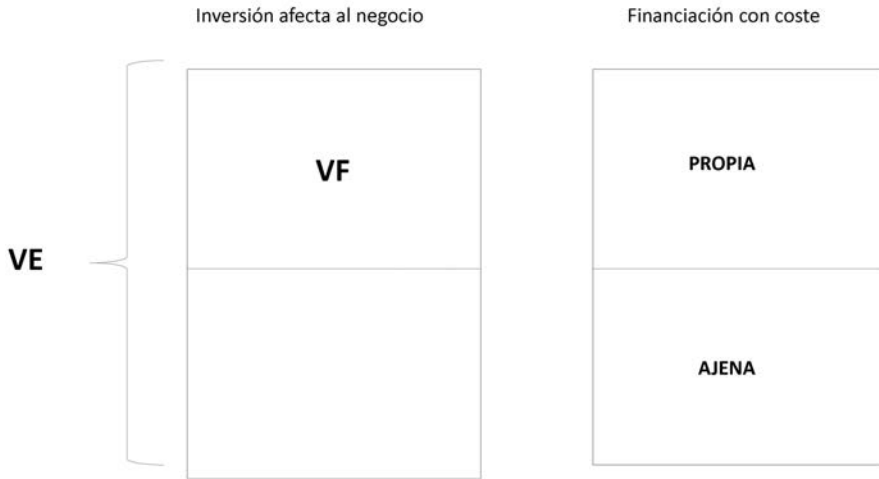
Los dos tipos de valor se pueden ver en la figura 1.

## 2.3. LOS MÉTODOS DE VALORACIÓN

Hemos visto que disponemos de dos modelos valorativos para determinar el valor de una empresa: el modelo basado en utilidad (VdU) y el modelo basado en coste (VdC). El primero se basa en la actualización de rentas futuras bajo el principio de unidad de conjunto, es decir, una vez excluidos los elementos ajenos a la actividad. No se diferencia según la naturaleza de los activos (p. ej. tangible vs intangible; de la actividad principal o secundaria; en funcionamiento vs sin funcionar; etc). El segundo es el valor de coste actualizado de los diferentes elementos de la empresa que, al igual que el anterior no toma en consideración los elementos no afectos a la actividad pero, a diferencia del mismo, sí toma en consideración su naturaleza y uso. En particular este modelo sólo considera aquellos elementos identificados en la empresa a través de un sistema de registro concreto (p. ej. sistema contable).

1 Cuando nos refiramos a fondos propios, nos referiremos al Patrimonio Neto de la empresa.

Figura 1. Valor Económico (VE) y Valor Financiero (VF).



Fuente: elaboración propia.

El modelo de utilidad es origen de diferentes métodos valorativos, todos ellos sustentados en la misma filosofía, analizar la empresa como un proyecto de inversión, siendo lo relevante los flujos de renta que genera la misma. Según esto tendremos tantos métodos valorativos bajo la protección de este modelo como flujos de renta utilicemos. El método original es el método de descuento de dividendos (MDD) utilizado para la valoración de acciones en el mercado y conocido generalmente como fórmula de Gordon y Shapiro (Gordon & Shapiro, 1956) y que suele representarse por la siguiente expresión cuando se considera que los dividendos crecerán a un ritmo constante  $g$ :

(Ecuación 3) 
$$VF_0 = \frac{Div_1}{k_e - g}$$

$VF_0$  = Valor financiero o de los propietarios. El valor a fecha 0 (p. ej. comienzo del ejercicio)

$Div_1$  = Son los dividendos esperados en el ejercicio.

$k_e$  = es la rentabilidad mínima esperada por los propietarios.

$g$  = es la tasa de crecimiento constante de los dividendos.

Realmente este modelo valorativo tuvo su gran desarrollo el pasado siglo (Cea García, 1979) utilizándose como renta distintos tipos de flujos, entre ellos diferentes tipos de beneficios. Hoy en día se admite que el flujo que corresponde descontar es el flujo de efectivo, dando así lugar al método por excelencia: el método de descuento de flujos de efectivo o tesorería (MDFT) cuya expresión genérica es la siguiente:

(Ecuación 4)

$$V_0 = \sum_{j=1}^n \frac{FLT_j}{(1+k)^j} + \frac{VR_n}{(1+k)^n}$$

Donde:

 $V_0$  = Valor de la empresa. $FLT_j$  = Son los flujos de efectivo esperados en el ejercicio  $j$  ( $j = 1, 2, 3, \dots, n$ ). $k$  = es la rentabilidad mínima esperada por los inversores o coste de oportunidad. $VR_n$ , es el valor residual o terminal esperado para la empresa transcurrido el período estratégico  $n$ 

Una vez seleccionado el método a utilizar dentro de este modelo ha de procederse a calcular el valor correspondiente, económico (VE) o financiero (VF). Esta decisión afecta a los componentes de valor, los flujos de efectivo, la tasa de actualización o descuento y el valor residual.

Igual ocurre con el modelo basado en coste. En función de los bienes que se tomen en consideración el valor resultante será uno u otro, pero sobre todo, en este modelo el valor dependerá de la forma en cómo se valoren dichos elementos.

Hoy día está suficientemente aceptado que el valor contable histórico no es representativo de la realidad económica presente, esto es, el momento de la valoración, por lo que dicho valor contable ha de ser corregido o ajustado para adecuarlo a sus condiciones de uso y estado físico y tecnológico. Su expresión, mostrada en el apartado 2.1. es la siguiente (Ecuación 2):

$$V_0 = \sum_{j=1}^n \text{bienes}_j$$

donde sólo cabe añadir, por insistir, que el concepto de bien, se refiere al valor ajustado asignado a cada uno de los 'n' elementos existentes en la empresa, ya sean estos tangibles o intangibles, siempre y cuando estén reconocidos por la misma.

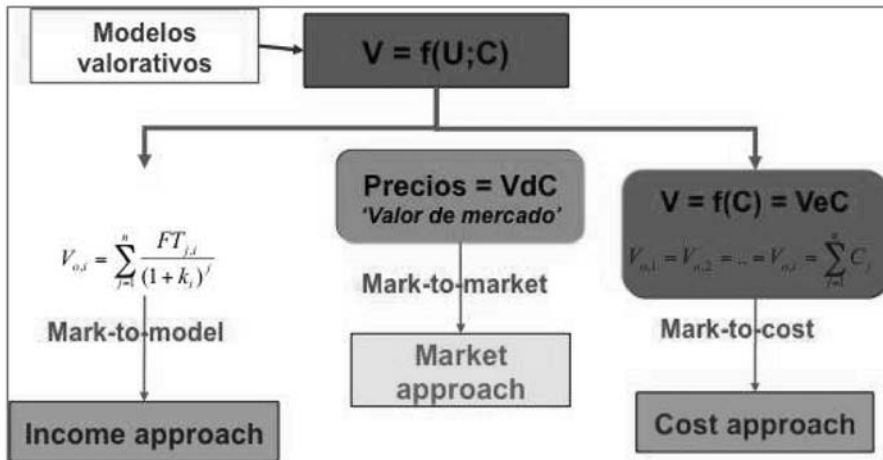
Dos cuestiones merece la pena subrayar:

1. La circunstancia de que puedan existir elementos intangibles en la contabilidad, no significa que se reconozca el fondo de comercio. En tal sentido el valor resultante siempre será incompleto, necesitando para ser completo agregar dicho fondo de comercio.
2. Una vez decidido que el modelo a utilizar es el de coste, debemos elegir el método a seguir, lo que supone considerar unos u otros elementos en el valor.

Al igual que en el modelo de utilidad, una vez seleccionado el método a utilizar dentro de este modelo ha de procederse a calcular el valor correspondiente, económico (VE) o financiero (VF). Esta decisión afecta a los bienes que formarán parte del valor calculado, esencialmente, restar de los activos reconocidos y ajustados, las deudas reconocidas y ajustadas.

Los métodos valorativos han sido tratados a nivel internacional (IVSC, 2017a) de la mano de los organismos reguladores contables (p. ej. IASB o FASB). La figura 2 recoge los diferentes métodos de valoración que estos organismos internacionales proponen para la valoración.

Figura 2. Métodos de valoración internacionales.



Fuente: (Rojo Ramírez & Alonso Cañadas, 2010)

En la columna izquierda figuran los métodos basados en utilidades. En la columna de la derecha figuran los métodos basados en coste actualizado y en la columna del centro el denominado 'valor de mercado' cuando la empresa dispone del mismo y se compra y vende (p. ej., sus títulos) de manera continuada en él. Las normas internacionales de valoración (IVSC, 2017b) y las contables (p. ej. FASB, 2006 y IASC, 2013) suelen hacer hincapié en la valoración por el mercado (*Market value* o en el contexto contable *Fair Value*), presuponiendo la existencia de un mercado transparente de empresas que podría ser equiparable al mercado de acciones y sugieren que se tome como punto de partida para la valoración dicho mercado cuando existe. Si no es así se sugiere que se busque alguna empresa (títulos o acciones) que teniendo mercado pudiera ser equiparada con la que se pretende valorar. Cuando se sigue este proceso nos encontramos con la técnica valorativa conocida como valoración por referencias o múltiplos. Esta técnica, al igual que el valor buscado por el mercado, trata de aproximarse al precio final de la empresa o precio de mercado.

Resumiendo, mientras que existen sólo dos modelos valorativos (de utilidad y de coste), los métodos utilizados por los profesionales o sugeridos por los organismos reguladores privados hablan de tres técnicas valorativas:

1. *Métodos basados en la utilidad*, conocidos normalmente como métodos de descuento de rentas y cuyo método más utilizado es el de descuento de flujos de efectivo (*Income approach*). Consideran la empresa como un proyecto de inversión independiente cuyo valor depende de las rentas (flujos de efectivo) esperados en el futuro de acuerdo con su potencial económico y su riesgo. Toman como punto de referencia la cuenta de resultados y los flujos de efectivo que de ella se deducen.
2. *Métodos basados en coste*, conocidos como métodos analíticos o basados en balance (*Cost approach*). Consideran la empresa como un agregado de elementos individuales con una finalidad concreta y un valor integrado en el conjunto. Toman como punto de referencia el balance de la empresa.
3. *Métodos de mercado*, por comparación o referencias (*Market approach*). Estos métodos calculan el precio estimado de mercado (valor de mercado) bien sea directamente porque las acciones de la empresa valorada dispongan de un mercado transparente, bien porque existan transacciones de otras empresas o acciones de las mismas de similares características.

## 2.4. ACTUACIÓN DEL EXPERTO

La valoración de empresas requiere de la actuación de un experto, el valorador de empresas. Se trata de una persona cualificada que debe decidir sobre el método de valoración a aplicar sabiendo que dispone de los tres criterios de valoración vistos en el epígrafe precedente.

Son diversas las causas y objetivos que pueden dar origen a la utilización de estos métodos por los profesionales (Labatut Serer, 2011):

1. *Como referencia para iniciar la negociación del precio ante una transacción.* Es probablemente el caso más conocido y por el que se llevan a cabo una gran parte de las valoraciones.
2. *Como instrumento de remuneración a los directivos y, en general, como instrumento de gestión económica.* Probablemente se trata de una causa menos conocida, particularmente en la pequeña y mediana empresa. Se trata de una valoración enfocada hacia la gestión basada en la creación de valor (*Value-Based Management*), y trata de orientar la gestión de los directivos hacia la maximización del valor de la empresa para sus accionistas (Rojo Ramírez, Cano Guillén, & Ramírez Orellana, 2003).
3. *Otros objetivos,* como son actuaciones judiciales ante litigios y pleitos por diferentes apreciaciones de los socios, separación de socios, herencias, etc. en los que se requiere una aportación pericial sobre el valor de la empresa.

El método más apropiado debe ser decidido por el profesional en función de: el tipo de empresa, sector al que pertenece e información disponible sobre la misma; experiencia propia y conocimientos disponibles; contexto socio-económico y financiero en el que tendrá lugar la valoración.

La siguiente constituye una relación no exhaustiva de finalidades posibles que pueden perseguirse en una valoración (Labatut Serer, 2011):

- Operaciones de compra-venta de empresas. Adquisiciones de empresas.
- Salidas de empresas a Bolsa, por operaciones de Oferta Pública de Acciones (OPV) tanto de empresas privadas como públicas. En este caso se ofrece una banda o intervalo de valoración.
- Valoraciones ante herencias y testamentos en transmisiones de empresas familiares.
- Separación de socios por conflictos u otras cuestiones que afectan fundamentalmente a la empresa familiar.
- Decisiones estratégicas de los gestores, como continuidad de una línea de negocio, productos, fusión, absorción, escisión (determinación del valor real de los títulos), liquidación de negocios, etc.
- Creación y gestión del valor de la empresa. En este caso hay que identificar y maximizar los denominados *Value Drivers* (Conductores de valor) para determinar los sistemas de remuneración basados en la creación de valor.
- Decisiones sobre inversiones en empresas cotizadas, en las que hay determinar el valor de la acción para compararla con el precio ante oportunidades de inversión.
- Adquisiciones de acciones por parte de los empleados (*Leverage Buy Out*, (LBO), *Management Buy Out* (MBO), etc.).
- Inversiones de capital riesgo. Adquisiciones de empresas con grandes expectativas. En estos casos, hay que actuar con suma precaución, ya que nos encontramos con negocios de gran riesgo en los que se valoran expectativas futuras del negocio<sup>2</sup>.
- Financiación de bienes inmuebles para la concesión de créditos hipotecarios. En

2 Un trabajo muy interesante sobre la valoración por el capital riesgo y de la empresa en general puede verse en: QUEMADA CLARINANA, E.: "Cómo conseguir el mayor precio para mi empresa". Ediciones Deusto 2009