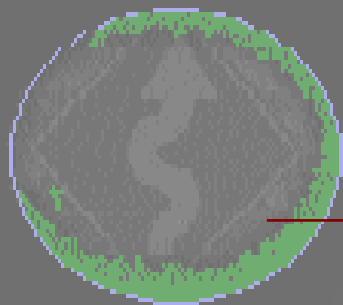


*Entra directamente en  
el mundo del valor  
añadido*

*www.lacve.org*



# **VALORACIÓN DE EMPRESAS**

**Alfonso A. Rojo Ramírez**  
Catedrático de Economía Financiera y Contabilidad  
(Universidad de Almería)  
Presidente de LACVE  
Auditor

*Laboratorio de Análisis y Creación de Valor en la Empresa*

# Valoración de empresas

- **Justificación**
- **Algunos conceptos básicos de valoración.**
  - Valor, valoración y fundamentos del valor
  - Tipos de valor y métodos de valoración
- **Valoración por actualización de FT**
  - Cálculo del valor económico (VG)
  - El valor económico con CV
  - El valor financiero de la empresa (VE)
  - El valor total de la empresa (VTE)
- **Valoración según coste.**
  - VNCC y VL
  - Valor de coste y el fondo de comercio (RIM)
- **El contrato y el informe de valoración**
  - Contrato de valoración
  - Informe de valoración

# Justificación de la valoración

- La compra-venta de empresas
- La normativa
- La financiación bancaria
- Las expropiaciones
- Las reorganizaciones sectoriales
- Las tasaciones
- Los segregación de patrimonios

# ¿Qué es el valor?

📁 *"Grado de utilidad o aptitud para satisfacer necesidades"* (**Valor económico**)

↪ **Valor** =  $f(U;C)$

📁 Valor, precio y coste

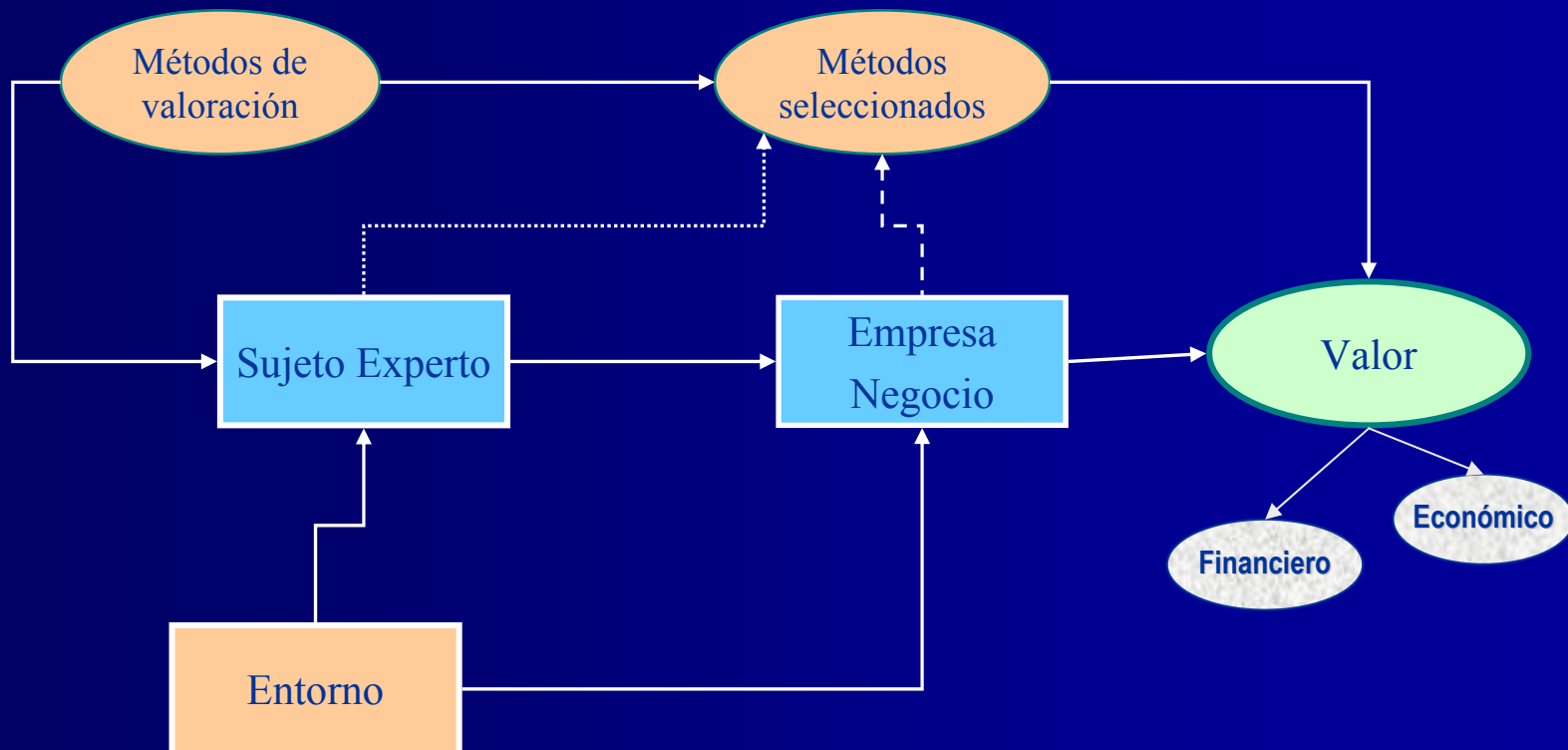
↪ **Precio**: equivalente monetario de una transacción

↪ **Coste**: cuantía de recursos empleados para la producción de un bien.

# Cómo valorar un negocio

- La valoración por utilidad
  - El valor es el resultado de actualizar las rentas que de él esperamos
- La valoración al coste
  - El valor es un agregado de costes incurridos

# Elementos del proceso de valoración



# Fundamentos de valoración de empresas

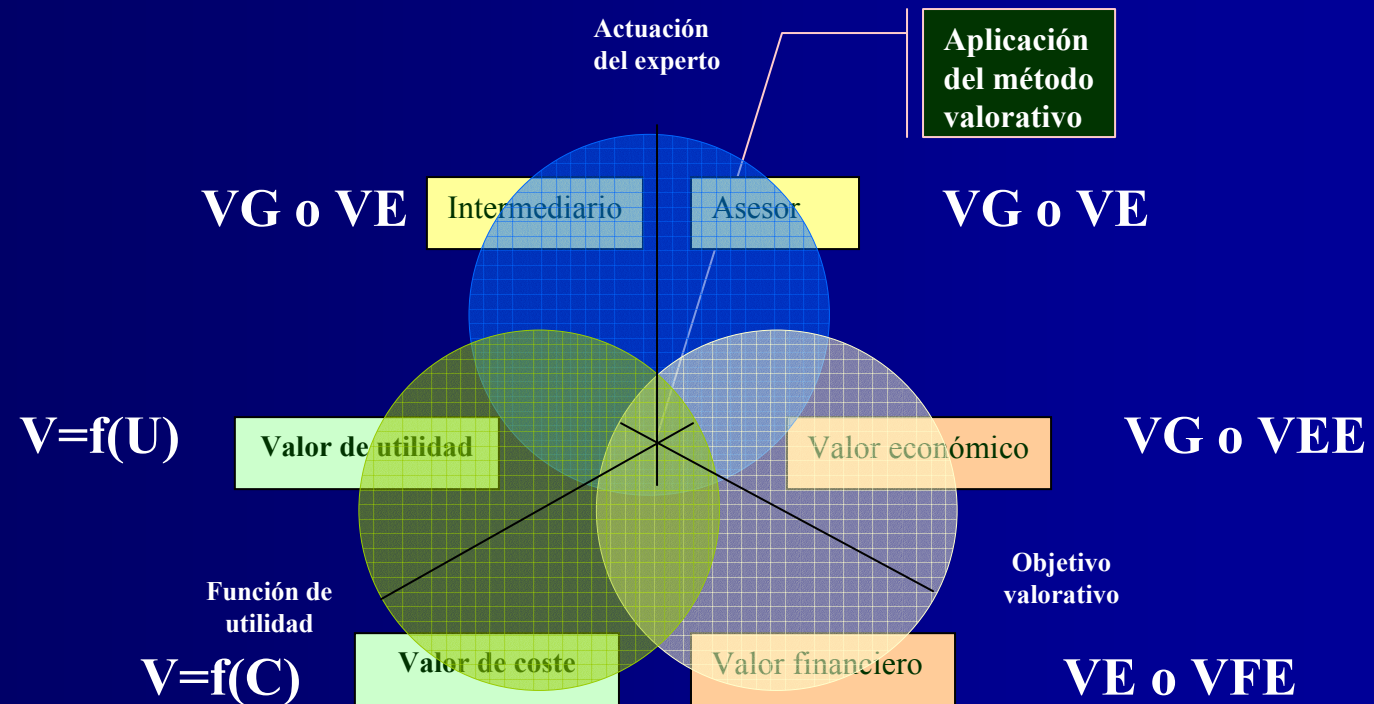
## ***Hipótesis fundamentales***

- ↪ Empresa en funcionamiento
- ↪ Unidad de conjunto
- ↪ Fundamentos económicos
  - ↪ Teoría inversión
  - ↪ Teoría financiera

## ***Hipótesis operativas***

- ↪ Rentas positivas
- ↪ Información suficiente
- ↪ Activos afectos

# Tipos de valor



Fuente: elaboración propia

# Métodos de valoración

- Valoración basada en la utilidad

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

- Valoración basada en el coste

$$V_o = VC$$

- Valoración mixta (coste + utilidad)

$$V_o = VC + FC$$

- Valoración por referencias

$$V_o = m \cdot referencia$$

# Valoración por actualización de flujos de tesorería

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

- **La expresión de valor**
- **Los componentes del valor**
  - Los Flujos de Tesorería (FT)
  - La tasa de actualización o descuento (k)
  - El valor terminal o residual
- **El período estratégico (n)**

# VAFT: ¿Qué valor?

$$VG = VE + VARA$$

$$VG = \sum_{j=1}^n \frac{FLTE_j}{(1+k_o)^j} + \frac{VG_n}{(1+k_o)^n}$$

**Valor económico de la empresa (VG)**

$$VE = \sum_{j=1}^n \frac{FLTP_j}{(1+k_e)^j} + \frac{VE_n}{(1+k_e)^n}$$

$$VARA = \sum_{j=1}^n \frac{FLTD_j}{(1+k_i)^j} + \frac{RAC_n}{(1+k_i)^n}$$

**Valor económico de la empresa (VG)**

# El VAFT. Las cuestiones

- **Los Flujos de tesorería:**
  - Económico (VG) → FLTE
  - Financiero (VE) → FLTP
- **Estimación de los FT esperados**
  - Los años (n)
- **Estimación de tasa de descuento (k)**
  - El riesgo →  $k = i + \rho$
  - Correlación con el FT:  $k_0$  vs  $k_e$
- **Estimación del valor terminal (VR)**
  - Económico vs Financiero
  - La hipótesis de crecimiento

# Las estimaciones de FT

- Análisis del pasado
  - Información interna (5 – 7 años)
  - Información externa
    - Comportamiento del sector
    - Empresas de la competencia
- Perspectivas de futuro
  - Relativa a un período previsible
  - Relativa a un período más lejano

# El valor económico (VG)

$$VG_o = \sum_{j=1}^n \frac{FLTE_t}{(1+k_o)^j} + \frac{VG_n}{(1+k_o)^n}$$

- FLTE (un flujo de tesorería)
- El  $k_o$  (un coste de oportunidad)
- El  $VG_n$  (el valor al final)

$$FLTE = RBEdT - V(CC)_{Exp}^{st} - IEF$$

$$k_o = k_e \cdot \frac{RP}{RP + RAc} + k_i \cdot \frac{RAc}{RP + RAc}$$

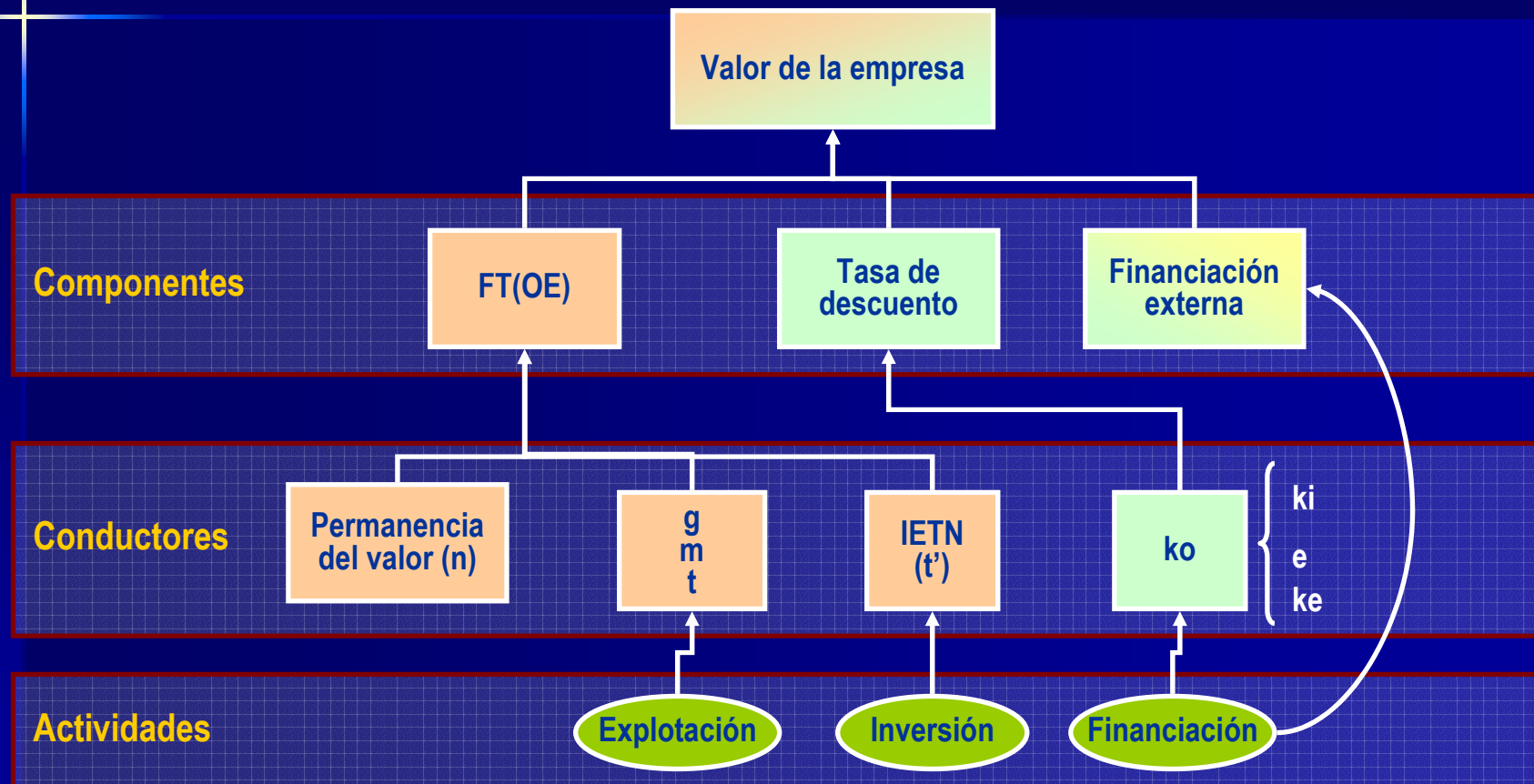
$$VG_n = \frac{FLTE_{n+1}}{k_o - g}$$

# Los ejemplos<sup>(\*)</sup>

- Cálculo de los FLTE (Anexo 2)
- Cálculo de  $k_o$  (Anexo 3)
  - Cálculo de  $k_e$
  - Cálculo de  $k_i'$
- Cálculo de  $V_{Gn}$  (Anexo 4)
- Cálculo de  $V_{Go}$  (Anexo 7)

(\*) Los ejemplos pueden verse en el Documento 7 de Valoración de Empresas de AECA

# VG y Conductores de valor



$$FLTE_j = CNN_o \cdot (1 + g)^j \cdot m_b \cdot (1 - t) - t' \cdot g \cdot CNN_o \cdot (1 + g)^{(j-1)}$$

# Los conductores de valor (VD)

- *conductores económicos* (act. Económica)
  - operativos (actividades operativas)

- Margen bruto ( $m$ )
- Tasa de crecimiento ( $g$ )
- Tasa impositiva ( $t$ )

RBEdT

- de inversión (actividades de inversión)

- Coeficiente de inversión ( $t'$ )  
–  $f' + cc'$

IETN

FLTE

IF  
ICC

# El valor financiero de la empresa

- Procedimiento indirecto

$$VE = VG - RAc$$

- Procedimiento directo

$$VE_o = \sum_{j=1}^n \frac{FLTP_t}{(1+k_e)^j} + \frac{VE_n}{(1+k_e)^n}$$

- Los FLTP

$$FLTP = RAOdT - V(CC)_{Exp}^{st} - IEF \pm FTD$$

- El VEn

$$VE_n = \frac{FLTP_{n+1}}{k_e - g}$$



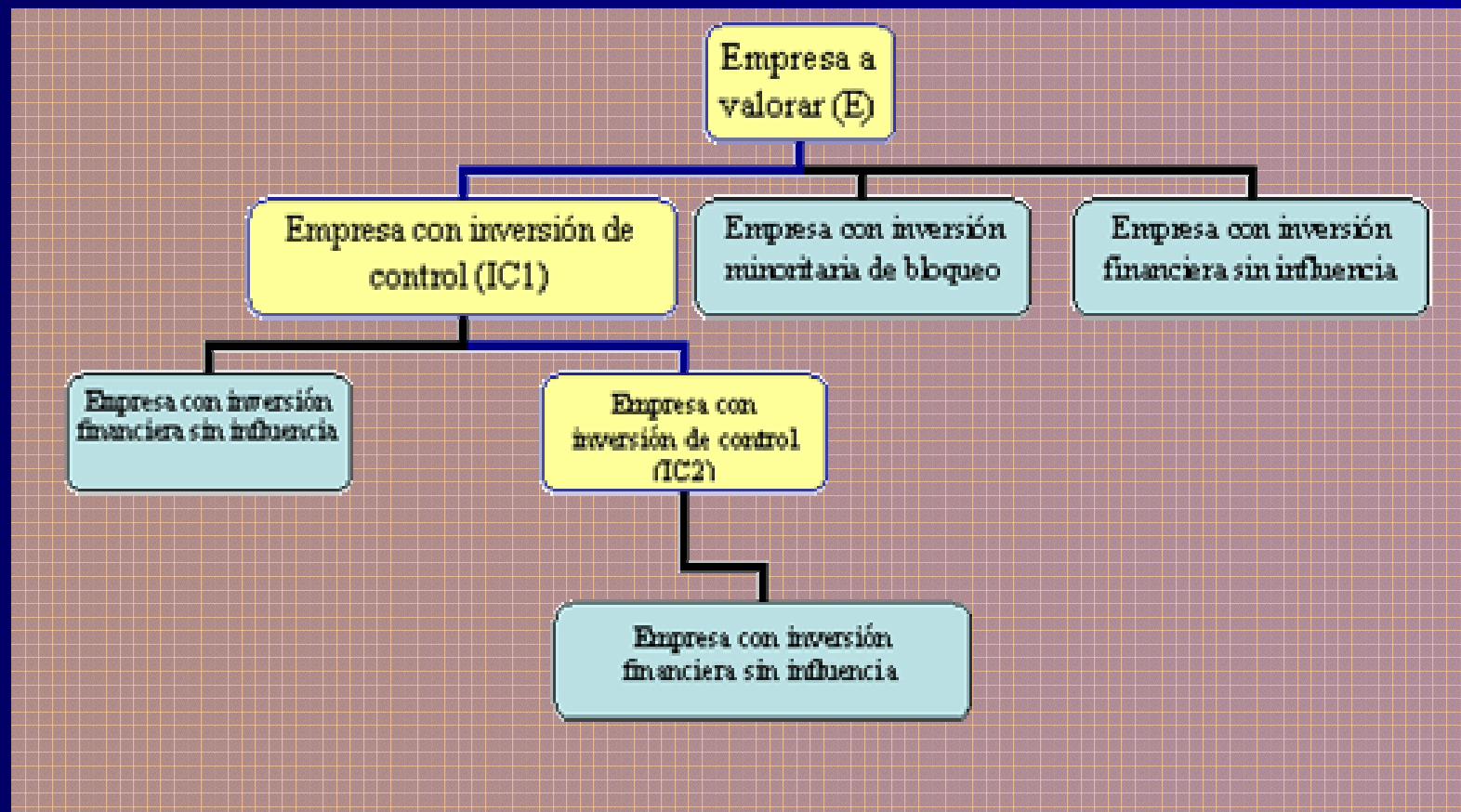
# Valor total de la empresa

$$VTE_0 = VE_0 + VAnA_0 - VDNR$$

- Activos no afectos
  - *Inversiones financieras de colocación*
  - *Inversiones financieras a largo plazo*
- Deudas no reconocidas



# Valoración de grupos



# Valoración analítica (basada en coste)

- Concepción valorativa (individualismo)
- Proceso de valoración
  - Inventario de elementos
  - Apreciación de características
  - Asignación de valor individual
- Inconvenientes
- Métodos
  - Valor neto contable corregido

# Valor de coste y FC

- Las limitaciones de los Métodos basados en el coste
  - El Fondo de comercio (FC)
- Métodos mixtos de valoración
  - $MMV = VC + FC$
- *Método del Beneficio Residual (RIM)*

$$VE = VNCC + \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{(ROE_t - ke) \cdot VNCC_{t-1}}{(1 + ke)^t}$$

# Las Pymes

Factor	Gran empresa	Pyme
<b>Forma de financiación</b>	Es independiente de los propietarios. Las garantías las ofrece la empresa	Está asociada a los propietarios o a alguno en particular. Las garantías suelen estar avaladas por los propietarios
<b>Mercado en que opera</b>	Generalmente operan en mercados nacionales e internacionales	Generalmente operan en mercados locales o nacionales
<b>Sistema contable</b>	La información contable la genera directamente la empresa de acuerdo con criterios económicos y legales	La información contable la suele generar un tercero a la empresa de acuerdo con criterios legales y fiscales
<b>Contabilidad separada</b>	No suelen existir transacciones entre la empresa y el propietario	Suele existir transacciones conjuntas de empresa y propietario muy unidas a las necesidades fiscales
<b>Gastos propietarios</b>	No son asumidos por la empresa	Suelen ser asumidos por la empresa
<b>Forma de gestión</b>	La gestión suele incluir profesionales ajenos a la propiedad con capacidad de decisión	La gestión sólo admite miembros de la propiedad con capacidad para tomar decisiones
<b>Diversificación inversión</b>	Los propietarios suelen tener otras inversiones diferentes a las de la empresa	Los propietarios suelen tener todos sus recursos invertidos en la empresa
<b>Capital social</b>	A veces tiene acciones de diversos tipos y da participación a los trabajadores	Esta en poder de pocos socios en forma de acciones y en forma de deudas u otros compromisos
<b>Coste de capital</b>	Normalmente el coste de la deuda y de los recursos propios suele ser moderado o bajo	Normalmente el coste de la deuda suele ser alto, al igual que el del capital propio
<b>Estructura de financiación</b>	Se base en una decisión estratégica asociada a nivel de riesgo deseado	Es aleatoria, no está basada en política alguna, sino en las necesidades del día a día

# Problemas de valoración de las Pymes

- El problema básico
  - El sistemas de información: suficiente, fiable y predicción
- Algunas peculiaridades de Pymes
  - El salario de los propietarios
  - Gastos en ingresos profesionales
  - Efecto impositivo
  - Inversión y financiación

# El contrato de valoración

- La definición del objeto de valoración.
- La definición del tipo de valor a determinar.
- La fecha a la que se ha de referir la valoración.
- El responsable al que se ha de entregar el trabajo.
- El (los) método (s) de valoración a aplicar, en su caso.
- Los compromisos que adquieren las partes contratantes.

# El informe de valoración

- La información sobre el cliente, conectando así el informe con la petición de valoración.
- El tipo de actuación habida, según el contrato de valoración, que refleja la relación entre la empresa y el valorador.
- Descripción de la empresa valorada.
- Referencia a la información utilizada para la valoración, tanto interna de la empresa como en relación con el entorno.
- El método o métodos de valoración utilizados de acuerdo con la finalidad perseguida y la actuación solicitada..
- Hipótesis utilizadas en la aplicación de los métodos de valoración, lo que servirá de soporte para las estimaciones realizadas. Cuando las hipótesis no se incluyan por petición expresa de la parte interesada, habrá que recoger los criterios y cálculos más relevantes que soportan el valor.
- Parámetros y componentes de la valoración
- Relación de elementos no considerados y valorados por otros métodos.
- Aspectos más sobresalientes de la valoración