

**UNIVERSIDAD DE EL SALVADOR
FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS
MAESTRIA EN ADMINISTRACION FINANCIERA**



“VALORACION DE EMPRESAS”

Trabajo de Graduación
Presentado por:

MIGUEL BALMORE QUIJANO QUIJADA

Para optar al Título otorgado por la
Universidad de El Salvador,
correspondiente a la

Maestría en Administración Financiera

10 de marzo de 2000.

San Salvador, El Salvador, Centro América

UNIVERSIDAD DE EL SALVADOR

AUTORIDADES UNIVERSITARIAS

RECTORA DE LA UNIVERSIDAD:

DRA. MARIA ISABEL RODRIGUEZ

SECRETARIA GENERAL DE LA
UNIVERSIDAD:

LIC. LIDIA MARGARITA MUÑOZ VELA

DECANO DE LA FACULTAD DE
ECONOMIA:

MSC ROBERTO ENRIQUE MENA FUENTES

VICE-DECANO DE LA FACULTAD DE
ECONOMIA:

LIC. PEDRO FAUSTINO GARCIA

SECRETARIO DE LA FACULTAD DE
ECONOMIA:

LIC. SANTOS SATURNINO SERPAS

DIRECTOR DE LA MAESTRIA:

MSC GUILLERMO VILLACORTA MARENCO

TRIBUNAL EVALUADOR:

MAE JOSE MANUEL ROMERO RIVERA

MAF CARLOS EDUARDO ALVARADO R.

10 DE MARZO DE 2000

SAN SALVADOR

EL SALVADOR

CENTRO AMERICA

INDICE DE MATERIAS

	pag.
Introducción.	1
CAPITULO I	
Razones que inducen a la valoración de empresas.	2
1. Factores que influyen en la valoración para fusionar, comprar o absorber empresas.	2
2. Factores que influyen en la valoración para la venta de empresas.	3
3. Aspectos generales a considerar en la valoración de empresas.	3
Primer aspecto.	3
- Que la empresa se encuentre en una fase de liquidación.	3
- La empresa se desarrolla con normal funcionamiento.	3
- Se trata de una empresa con resultados negativos.	4
- La empresa es nueva o de reciente implantación.	4
Segundo aspecto.	4
- Valoración de empresas en funcionamiento.	4
- Valoración de los títulos de deuda.	5
- Valoración de las acciones de una gran empresa.	5
- Valoración de las acciones de una pequeña y mediana empresa.	5
- Valoración de acciones con participación minoritaria frente a las acciones con participación mayoritaria.	5
- Valoración de acciones en el caso de fusión o absorción.	5
Tercer aspecto.	6
CAPITULO II	
Análisis-diagnostico, previo a la valoración.	7
1. Análisis interno de la empresa.	7
- Rentabilidad de los recursos propios.	7
- Evolución del beneficio/capital social.	8
- Rentabilidad de las nuevas inversiones incorporadas.	8
- Proporción entre capital y reservas.	8
- Costo de los recursos permanentes utilizados.	9
- Política de endeudamiento.	9
- Cash-flow, política de dividendos, reservas y autofinanciación.	10
- Factores humanos y laborales.	11
2. Análisis externo o del entorno.	
- Características generales de la empresa.	11

- Aspectos comerciales y de producción.	12
3. Determinación y valoración de los puntos fuertes de la empresa.	12

CAPITULO III

Métodos de valoración.	13
Valoración de la empresa a través del activo.	13
1. Métodos de valoración basados en los activos de la empresa.	13
- Valor contable.	13
- El valor contable ajustado: el valor de reposición.	14
- El valor contable ajustado: el valor de liquidación.	14
2. Métodos de valoración basados en el beneficio.	14
3. Métodos basados en la actualización del cash-flow.	15
- Renta a actualizar.	15
- Tasa de actualización.	16
- Horizonte de valoración y valor de continuación.	17
Valoración de empresas a través del pasivo.	18
1. Valoración de los títulos de deuda.	18
2. El valor de las acciones	18
- Valoración de las acciones de una gran empresa.	18
- Horizonte infinito y tasa de crecimiento.	19
- El modelo de M.J. Gordon con diferentes tasas de crecimiento.	19
- Actualización de beneficios.	20
- El valor de las acciones y el valor creado mediante la política de endeudamiento.	21
- El ratio cotización y la tasa de valoración.	21
Otros métodos de Valoración	22
1. Métodos basados en el Goodwill	22
- Método indirecto	22
- Método directo	22
Recomendaciones.	23
Conclusiones.	25

INTRODUCCION

En el mundo empresarial es común encontrarse al menos con dos interrogantes: ¿cuánto vale mi empresa? y ¿cuánto estaría dispuesto a pagar por una empresa?

Los empresarios visionarios están alerta a las cambiantes necesidades y deseos de los clientes, a las nuevas tecnologías, a las cambiantes condiciones comerciales internacionales y a otras señales importantes de mayores o menores oportunidades empresariales. La compañía que regularmente deja pasar la oportunidad de fortalecer su posición competitiva a largo plazo corre el riesgo de perder sus mercados y debilitar su capacidad de superar los riesgos de mercado ocasionados por rivales ambiciosos. Estos riesgos son especialmente altos cuando una compañía tiene competidores con actitud de crecimiento que dan más valor a lograr un liderazgo en la industria a largo plazo y márgenes de beneficio más bajos en lugar de preocuparse por su rentabilidad a corto plazo.

Estas expectativas obligan a muchos empresarios a revisar constantemente el estado actual de sus negocios y por lo tanto, se interesan en conocer el valor de los mismos. Valor que puede estimarse mediante el estudio y la aplicación de métodos de valoración cuya finalidad no necesariamente es determinar el valor único de la empresa o de sus acciones, pero que al menos es un valor objetivo y razonable para las partes interesadas en ofrecer o adquirir empresas, establezcan el precio justo a que pueden colocarlas en el mercado.

Una valoración es sólo una forma de aproximarse a un valor de negociación que acabará dando un precio para llegar a un acuerdo entre compradores y vendedores de empresas. Hallar un valor supone una posibilidad, siendo por el contrario el precio que este dispuesto a pagar la parte compradora, lo que verdaderamente constituye un fin.

En consecuencia: "El precio de una empresa es aquel valor que esta dispuesto a pagar alguien por ella¹"

¹ ELISEO SANTANDREU, Valoración, venta y adquisición de empresas, capítulo I, "Consideraciones generales que inducen a la valoración de empresas por razones de orden externo", página 17.

CAPITULO I

RAZONES QUE INDUCEN A LA VALORACIÓN DE EMPRESAS

Son muchas las razones que motivan a los empresarios a valorar sus empresas. Algunas de ellas pueden ser: el deseo de actualizar su valor contable, definir límites de participación, establecer el valor real para otorgar herencias, negociaciones financieras o de capitalización². Si la razón para valorar fuera alguna de las señaladas, ésta no tendrá más importancia que la de satisfacer las inquietudes del empresario cuya finalidad es obtener información de orden interno. Pero cuando los motivos obedecen a necesidades externas, como demostrar el valor de la empresa o el deseo de vender, fusionar, adquirir o absorber otras entidades, la valoración adquiere importancia porque a través de ella se busca obtener resultados objetivos y confiables que permitan tomar decisiones apegadas a las expectativas esperadas³ de la empresa.

1. Factores que influyen en la valoración para fusionar, comprar o absorber empresas.

Conviene señalar la relación existente entre los factores más relevantes que generalmente dan lugar al proceso de estudio y valoración de empresas. Los que más influyen son:

- Mayor rentabilidad de los recursos empleados, generando mejores utilidades como resultado del efecto sinergia⁴ (unión de los recursos de ambas empresas).
- La diversificación, incluyendo una mayor gama de productos.
- La adquisición de una marca que renueve o incremente el prestigio del comprador.
- La entrada al mercado de otros países con mayor rapidez.
- La adquisición de factores cualitativos cuya obtención resultaría difícil por otros caminos (por ejemplo: «*Know-how*»).
- Adquirir activos, cuya unión a los actuales permita aumentar la gestión empresarial.
- El simple hecho de eliminar un actual competidor, con la finalidad de tener mayor participación en el mercado.
- Búsqueda de fuentes y recursos diferenciados en los cuales se puedan invertir los excedentes de fondos, a fin de aumentar la rentabilidad de la empresa.

² Se refiere a agregar los beneficios obtenidos al capital social.

³ Estas expectativas suelen basarse en necesidades de trascendencia externa, tales como: la ampliación de capital con medios ajenos, posibilidad de absorción, participación en otras empresas, venta, fusiones, etc.

⁴ El efecto sinergia consiste en obtener mayores resultados al unirse los recursos de dos empresas, que los resultados obtenidos actuando por separado.

2. Factores que influyen en la valoración para la venta de empresas.

Las circunstancias que condicionan el proceso de valoración y el marco de negociación varían de acuerdo a los resultados que se persiguen. Los factores más importantes a señalar son:

- Necesidad de financiar nuevas inversiones a fin de lograr mayor rentabilidad, descenso de la competitividad en el mercado y saldar las actuales cargas financieras.
- Indemnizar y suprimir gastos o cargas, cuya ausencia incremente la rentabilidad actual.
- Obtener ingresos compensatorios de la inversión inicial, es decir, percibir ganancias de una posible participación, cediendo por ello parte de la misma.
- Situación de recesión y estancamiento de la empresa o falta de continuidad.
- Ausencia o pérdida de la capacidad de dirección, la cual impide la adecuada expansión.
- Descapitalización de la empresa debido a la acumulación de pérdidas, difíciles de cubrir con los futuros beneficios e imposibilidad de capitalizar la empresa con nuevos recursos propios.

Cada una de las razones citadas deberá ser objeto de un trato especial, ya que pueden convertirse en elementos determinantes sobre la venta e influirán en las condiciones que el vendedor desee imponer.

3. Aspectos generales a considerar en la valoración de empresas.

Antes de definir la metodología a seguir, se debe efectuar un examen previo de la empresa que será objeto de estudio y establecer algunos principios de valoración para la misma.

Primer aspecto: considerar toda información referente al estado actual en que se encuentre la empresa. Las situaciones más comunes son las siguientes:

- **Que la empresa se encuentre en una fase de liquidación.**

Es imprescindible saber si la liquidación de la empresa es por voluntad del propietario, ha sido provocada por la pérdida de mercado o simplemente por su escasa o nula sostenibilidad. En cualquiera de los casos, los elementos a considerar son aquéllos que más reflejen el valor patrimonial de la empresa (valor que la venta de los mismos pueda aportar) y no aquellos elementos que especulen un posible futuro de la misma. Sin embargo, si la liquidación no es de carácter urgente o no ha de darse inmediatamente, considérense las posibilidades de obtener fondos y/o recursos futuros.

- **La empresa se desarrolla con normal funcionamiento.**

Si la empresa se desarrolla en un ambiente dinámico, la futura rentabilidad se proyecta a partir de los flujos de caja considerados en los horizontes económicos de mediano y largo

plazo. Para que esto sea posible, los valores de los bienes actuales (valores reflejados en el balance) se definen en función de los posibles retornos. Ese futuro económico será el parámetro de referencia para calcular el valor de la empresa. Lógicamente, antes de hacer las proyecciones futuras y elegir el horizonte económico, hay que analizar los estados financieros para determinar la situación actual de la empresa, es decir:

1. Si se encuentra en una clara situación de expansión o crecimiento.
2. Se encuentra en una situación de estabilidad o madurez, o
3. En una fase de recesión.

- **Se trata de una empresa con resultados negativos.**

Cuando se reflejan pérdidas, hay que determinar si las mismas tienen una evolución creciente o decreciente en la historia de la empresa, si se han dado en forma continua o alterna o si estas pérdidas provienen de situaciones estructurales y coyunturales o de razones internas y externas. En cualquiera de los casos, se pueden cuantificar los costos de dotar a la empresa con una rentabilidad, pero el valor futuro que se determine tendrá signo negativo y por consiguiente, el valor de la empresa se vería seriamente afectado.

- **La empresa es nueva o de reciente implantación.**

Estas empresas carecen de datos históricos y políticas definidas que permitan estudiar su evolución. Por lo tanto, la valoración ha de sustentarse en las posibilidades de obtener flujos de caja (*cash-flow*) futuros, basados en la situación y evolución del mercado y la participación en el mismo.

Segundo aspecto: identificación de los diferentes escenarios de valoración que pueden presentarse, algunos de ellos son los siguientes⁵:

- **Valoración de empresas en funcionamiento**, diferenciando entre la gran empresa, cuyos títulos se negocian en el mercado de capitales (bolsa de valores) y la pequeña y mediana empresa, cuyos títulos no se negocian en el mercado organizado. Las desventajas de éstas respecto a la gran empresa, son las siguientes:

1. Los accionistas y obligacionistas no pueden negociar sus títulos en el mercado organizado, por lo tanto no pueden aprovechar las ventajas que éste ofrece.
2. No existe separación entre la propiedad y la dirección, por lo que es normal confundir el patrimonio empresarial con el patrimonio personal⁶.
3. El riesgo del accionista difiere del que asume el accionista de la gran empresa, cuyas acciones se negocian en el mercado de capitales⁷. Este accionista diversifica, con lo cual sus acciones forman parte de una cartera que permite eliminar parte de ese riesgo.

⁵ Son los escenarios que a juicio de Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas, en su reciente estudio de la aplicabilidad de los diferentes métodos de valoración, son los más importantes.

⁶ De acuerdo a LEVIN Y TRAVIS, este fenómeno justifica que las instituciones bancarias no distinguen, en el caso de las pequeñas y medianas empresas, entre riqueza personal del empresario y la riqueza empresarial.

⁷ Esto es cierto si se mantiene la idea de que el empresario no suele diversificar, mediante inversiones financieras, al destinar todos sus recursos a la empresa; es decir, las acciones de la pequeña y mediana empresa no forman parte de una cartera diversificada.

- **Valoración de los títulos de deuda.**

El valor de las obligaciones ordinarias en el mercado, se determina por la actualización de los cupones que dichos títulos proporcionan a la rentabilidad mínima exigida de acuerdo con su nivel de riesgo, sumado al valor facial del cupón.

- **Valoración de las acciones de una gran empresa.**

Se debe revisar la amplia gama de títulos que constituyen los fondos propios y ajenos de la empresa, por ejemplo: acciones preferentes, acciones comunes, deuda subordinada (híbridos), obligaciones convertibles y otros títulos valores; los cuales podrían encontrarse en una fase de bajo, medio, alto o ningún crecimiento.

- **Valoración de las acciones de una pequeña y mediana empresa.**

Valorar la pequeña y mediana empresa implica considerar no sólo el beneficio contable que pertenece al accionista sino también las rentas específicas del empresario. Al efectuar la valoración, debe tomarse en cuenta que son empresas que no cotizan en bolsa y por lo tanto, no se dispone de un precio de mercado para las acciones⁸.

- **Valoración de acciones con participación minoritaria frente a las acciones con participación mayoritaria.**

Existe una importante razón para que las acciones de una empresa con participación mayoritaria tengan un valor diferente que el de las acciones con participación minoritaria: *el poder de control*. De acuerdo a B. Cornell (1994), las diferentes aplicaciones de este poder son:

- El poder de elegir equipo directivo.
- El poder de determinar el dividendo a pagar a las acciones ordinarias.
- El poder de decidir qué inversiones se realizarán y cómo financiarlas.
- El poder de decidir cuando se vende o se liquida la empresa.

La falta de control que caracteriza a las acciones con participación minoritaria significa un incremento en el nivel de riesgo para sus propietarios. No existe un procedimiento que permita calcular la prima de control, sin embargo el Analista debe estimar la diferencia entre ambos valores mediante un estudio de la empresa, a fin de que exista equivalencia entre el valor de las acciones mayoritarias y el valor de las acciones minoritarias.

La pregunta clave a responder es, *si los accionistas minoritarios, disponiendo del poder de controlar, que ahora no tienen, conseguirían un mejor valor de las acciones*⁹.

- **Valoración de acciones en el caso de fusión o absorción.**

Un empresario estará dispuesto a adquirir las acciones de otra empresa si prevé que puede controlarla y que esa inversión incrementará el valor actual neto al fusionarla a la suya. Efectuar o no la compra requiere calcular el valor de mercado de las acciones de la

⁸ En El Salvador es común encontrarse con esta situación ya que la gran empresa como la mediana y la pequeña, son dirigidas en su mayoría por sus propietarios y los familiares de los mismos.

⁹ Para estimar la prima de control, como indica B. Cornell, hay que calcular los beneficios que se obtendrían si el poder de control se extendiera a las acciones minoritarias. Otra posible forma de calcularla es a partir de la comparación entre el precio de la acción antes y después de una oferta pública de compra.

empresa absorbida, sumando al valor de mercado actual el valor que se espera crear mediante la fusión. Este valor se obtiene a partir de las sinergias empresariales resultantes y tiene como origen: la política fiscal, la política de inversiones, la política financiera, reducción de los costos de agencia¹⁰ y un cambio en el equipo directivo.

En general, tómesese en cuenta que se valorará una serie de bienes que reflejan el patrimonio de la empresa, por lo tanto no se debe perder de vista ningún valor tangible e intangible¹¹, tales como liderazgo en el sector, su capacidad productiva y la tecnología.

Tercer aspecto: Selección de aquellos principios a seguir en la valoración. Tal como los definen Eliseo Santandreu y Pol Santandreu, todo proceso de valoración de empresas debe basarse en normas o principios que constituyen la base para aplicar los métodos de valoración. Algunos de estos principios se enumeran a continuación:

- En cuanto al tiempo en que se realiza la valoración, ajustarse al principio de referirse siempre al momento seleccionado.
- La valoración de una empresa debe efectuarse siempre bajo criterios de absoluta y estricta objetividad.
- El criterio de valoración adoptado debe tener una permanencia de aplicación constante durante todo el proceso.
- Diferenciar entre el valor constituido por los bienes e inversiones tangibles existentes durante la valoración y el valor basado en las posibilidades de generar beneficios futuros. Sin embargo, esto tendrá aplicación únicamente cuando se trate de evaluar empresas en funcionamiento y no tendría ningún sentido aplicarlo a una empresa que se va a extinguir, en cuyo caso sólo se tendrá en consideración su situación patrimonial.

Al identificar completamente todos los aspectos anteriores, el siguiente paso es hacer un análisis - diagnóstico de la empresa, previo a la aplicación de los métodos de valoración.

¹⁰ B. Cornell (pág. 244) señala las posibles sinergias que se forman en una fusión y que ocasionan un incremento en el cash-flow. Entre ellas señala la reducción en el nivel de gastos del equipo directivo, englobados dentro del concepto de costos de agencia.

¹¹ Atención que se debe dar tanto a los valores sustanciales como a la posibilidad de que la empresa obtenga beneficios futuros a partir de los valores inmateriales. Ambos aspectos, debidamente cuantificados en unidades monetarias homogéneas conformarán el valor global.

CAPITULO II

ANALISIS - DIAGNOSTICO, PREVIO A LA VALORACION

Realizar el análisis - diagnóstico de la empresa requiere una exhaustiva investigación de todos los aspectos que afectan a la misma, ya sean financieros, humanos, productivos o de comercialización. Este proceso contribuye a la identificación real de los siguientes aspectos:

- Separar los puntos fuertes y débiles que presenta la empresa.
- Cuantificar su situación económica - financiera a través de los actuales resultados.
- Evidenciar los aspectos que podrían originar serios inconvenientes al comprador.

La información mínima a recopilar para iniciar el análisis, contendrá los siguientes informes¹²:

1. Antecedentes e historial de la empresa
2. Productos, servicios y comercialización de los mismos
3. Relaciones con los clientes y con los proveedores
4. Desarrollo y comportamiento del mercado
5. Posicionamiento de la empresa en el mercado
6. Datos sobre la dirección y el personal
7. Patrimonio de la empresa
8. Transacciones anteriores respecto a las acciones en circulación
9. Análisis de la competencia en la industria
10. Resultados financieros e informes contables
11. Relaciones contractuales
12. Perspectivas de largo plazo y previsiones a la fecha de la valoración
13. Informes de auditoría y declaraciones fiscales
14. Seguros, préstamos, hipotecas, fianzas, arrendamientos, etc.
15. Acuerdos técnicos y comerciales, concesiones administrativas, marcas y patentes¹³.
16. Aspectos jurídicos y fiscales.

El análisis de los datos básicos para alcanzar el definitivo diagnóstico tendrá una cobertura de por lo menos 5 años y se efectuará en tres partes: el análisis interno de la empresa y el análisis externo o del entorno para hacer posteriormente, una evaluación de las fortalezas y debilidades de la misma¹⁴.

1. Análisis interno de la empresa

El análisis financiero de la empresa tiene el propósito de conocer las políticas aplicadas históricamente por la empresa, en todo lo referente a su situación financiera. La metodología consiste en analizar por lo menos los siguientes puntos:

¹² Para mayor información sobre los informes que se deben incluir, consúltese el artículo Business Risk: the key to Supported Valuation, editado por Banister Financial, Inc. (1999).

¹³ Los numerales 15 y 16 han sido tomados de la metodología de Valoración de Empresas, utilizada por la Corporación Europea de Valores EUROVAL.

¹⁴ La técnica recomendable para evaluar las fortalezas y debilidades de la empresa es el FODA

a) Rentabilidad de los recursos propios

La primera condición a tener en cuenta es la de mantener y ampliar la rentabilidad de los recursos propios¹⁵. Estudiar la evolución de este ratio en el tiempo sirve para conocer, además de la rentabilidad en sí, el resultado de las sucesivas inversiones realizadas por la empresa en relación con el resultado obtenido a la fecha. El ratio que mide esta rentabilidad es:

$$\text{ROE} = \frac{\text{Beneficio neto}}{\text{Recursos Propios}}$$

b) Evolución del beneficio/capital social

Si la empresa no distribuye todos los beneficios obtenidos durante un ejercicio y mantiene el mismo número de acciones, el beneficio por acción se incrementa. Por lo tanto, la cantidad que la empresa destine a la autofinanciación también se transforma en rentabilidad sobre la inversión, la cual aumenta el valor de la acción. El ratio que demuestra la política de autofinanciación adoptada por la empresa y que mide el crecimiento del valor de la acción, es:

$$\text{Evolución del beneficio/ capital social} = \frac{\text{Recursos propios.}}{\text{Capital social}}$$

c) Rentabilidad de las nuevas inversiones incorporadas

Dentro de su dinámica habitual, la empresa invierte con el fin de acrecentar la rentabilidad sobre los recursos propios y lograr mayor presencia en el mercado. Cuando los rendimientos marginales que se producen son crecientes, es porque las inversiones efectuadas aportan un mayor rendimiento sobre los recursos. Comprobar el resultado de la nueva inversión requiere verificar si la relación entre la inversión y el valor adicional, arroja una rentabilidad marginal. Esto determinará si se ha producido un apalancamiento financiero¹⁶ de los recursos propios. El ratio que mide este efecto es:

$$\text{Rentabilidad adicional generada por la nueva inversión.} = \frac{\text{Beneficio neto adicional}}{\text{Inversión adicional}} \times 100$$

d) Proporción capital a reservas

El objetivo final de toda empresa es obtener la mayor rentabilidad de sus recursos propios para que el accionista se sienta retribuido por su inversión. Conocer la relación entre la rentabilidad por acción y el capital social implica considerar dos situaciones muy distintas:

¹⁵ Considérese que los Recursos Propios están formados por el capital social más las Reservas acumuladas.

¹⁶ Cuando el costo de los recursos financieros utilizados en una inversión es inferior a la rentabilidad de la misma, se dice que se produce un efecto de apalancamiento financiero, toda vez que se consigue una ampliación de la rentabilidad de los recursos propios.

1. Empresas con alto rendimiento sobre recursos propios, pero que al existir una proporción mayor de capital, la rentabilidad por acción es poco motivadora para la inversión.
2. Empresas que con mayor grado de rentabilidad sobre los recursos propios que las del tipo anterior, tienen una proporción menor de capital social con respecto a las reservas pero el grado de remuneración al accionista resulta atractivo.

e) Costo de los recursos permanentes utilizados

El costo del capital es un factor fundamental para el valor de la empresa. Cuanto más alto sea aquel, inferior será el valor de esta. La necesidad de calcular y conocer el costo de los recursos permanentes o totales¹⁷ que se utilizan es de suma importancia, porque conlleva a:

1. No realizar inversiones cuya rentabilidad sea inferior al costo de capital. Cuánto más alto sea este más difícil será lograr mayor rentabilidad sobre la inversión.
2. En ocasiones, es difícil hacer rentable la empresa ya que un alto endeudamiento es costoso. Este efecto evita la deseada aplicación a reservas y obliga a la empresa a endeudarse nuevamente, por lo que la situación empeora constantemente.

Una forma sencilla de calcular el costo de los recursos totales, cuando no se dispone de datos históricos de la empresa, es:

$$\text{Costo de los Recursos Totales} = \frac{\text{BAII}}{\text{Recursos Totales}}$$

Los costos de *la deuda* y de los *recursos propios* pueden calcularse de la siguiente manera:

$$\begin{aligned} \text{Costo de recursos propios} &= \text{Beneficio neto/Recursos propios} \\ \text{Costo de recursos ajenos} &= \text{Cargas financiera (1 - i)/Recursos ajenos} \end{aligned}$$

(donde i es el efecto fiscal del impuesto)

Otra forma de calcular la tasa de descuento o de corte para los proyectos de inversión, es encontrar la tasa de interés real (i_r) en función de la tasa de interés nominal (i_n) de la deuda y de la tasa de inflación (π), aplicando la siguiente expresión:

$$i_r = \frac{i_n + 1}{\pi + 1} - 1$$

En el capítulo III, numeral 3 "Métodos basados en el cash - flow", literal b "tasa de actualización" página 16, se analizan otras formas de calcular el costo de capital.

¹⁷ Entiéndase por Recursos Permanente o Totales la suma de los recursos propios más los recursos ajenos a largo plazo. Los recursos propios están dados por la suma del capital social más las reservas.

f) *Política de endeudamiento*

La política endeudamiento deberá someterse siempre a dos condiciones a fin de mantener su equilibrio financiero: su solvencia y rentabilidad. Estas premisas son:

1. Que la relación deuda/recursos no ponga en peligro la autonomía de la empresa.
2. Que el costo de la deuda sea asumible y dentro de lo posible, inferior a la rentabilidad que de ella se obtenga.

El calculo de las tasas de rendimiento sobre recursos propios y totales esta dado por:

$\begin{aligned} \text{Rentabilidad sobre recursos propios} &= \text{BAII} / \text{Recursos propios} = A \\ \text{Rentabilidad sobre recursos permanentes} &= \text{BAII} / \text{Recursos permanentes} = A_1 \\ \text{Relación entre rentabilidad de recursos propios y recursos permanentes} &= A/A_1 \end{aligned}$
--

Su interpretación se debe realizar basándose en las siguientes reglas:

1. Si $A/A_1 > 1$, La inclusión de la deuda ha incrementado el rendimiento de los recursos propios.
2. Cuando $A/A_1 = 1$, El endeudamiento no produce amplificación alguna, es decir, desde el punto de vista de rendimiento, es indiferente.
3. Si $A/A_1 < 1$, La deuda ocasiona un efecto negativo sobre el rendimiento de los recursos propios. Su costo es superior a la rentabilidad obtenida de la inversión.

Las cargas financieras son interesantes cuando los beneficios son satisfactorios y mientras la relación deuda a capital propio sea asumible. Si esta relación es muy alta y los beneficios no satisfactorios, se produce el efecto "*leverage*" negativo.

g) **Cash-flow, política de dividendos, reservas y autofinanciación.**

La aplicación del cash-flow se basa en los conceptos de cash-flow operativo¹⁸ y cash-flow neto o financiero, es decir:

$\text{CASH-FLOW}_{\text{operativo}} = \text{BENEFICIO NETO} + \text{AMORTIZACIONES}$

Cada concepto da origen a situaciones distintas de disponibilidad para la empresa: por ejemplo: una vez aplicadas las cargas financieras y las provisiones (impuestos), el resultado es el cash-flow neto.

$\text{CASH-FLOW}_{\text{neto}} = \text{BENEFICIO NETO}$
--

Al separar los dividendos del cash-flow operativo, resulta la autofinanciación neta.

¹⁸La amortización no se considera una salida de efectivo.

$$\text{AUTOFINANCIACIÓN NETA} = \text{BENEFICIO NETO} + \text{AMORTIZACIONES} - \text{DIVIDENDOS}$$

Un exhaustivo estudio económico - financiero exige una inacabada lista de ratios que permiten determinar de forma inmediata, los parámetros que ponen de manifiesto el estado de la empresa¹⁹; aquí solamente se han incluido los fundamentales.

h) Factores humanos y laborales

1. Características, composición y motivación de los miembros del consejo de administración, en función del poder decisorio de cada uno de ellos.
2. Dirección ejecutiva. Características humanas y profesionales, trayectoria profesional en la empresa, relaciones con el consejo de administración, relación con su equipo directivo, liderazgo, capacidad de organización, etc.
3. Estudio de los mandos superiores (equipo de dirección). Trayectoria de su carrera profesional, relaciones con sus inferiores y superiores y capacidad de liderazgo.
4. Del resto del personal, destacar la composición de plantilla, política laboral en cuanto a retribución, condiciones de trabajo, productividad, asociaciones (sindicales o laborales) y clima laboral de la empresa.

2. Análisis externo o del entorno

El análisis-diagnóstico no se apoya solamente en datos cuantitativos sino también en aspectos cualitativos que expliquen esos datos cuantitativos. El conocimiento de los datos obtenidos a través del análisis cualitativo dará mayor información para la proyección de la empresa más que el análisis histórico de la misma. Los aspectos más importantes, son:

a) Características generales de la empresa

1. *Como ente jurídico:* Estudio del régimen jurídico y fiscal, una detallada situación de los compromisos adquiridos, tanto si son obligaciones a favor o por cumplir.
2. *Como ente económico:*
 - Ubicación: Estudio exhaustivo de la zona donde radique, con especial interés en aquellos factores negativos y positivos que tal ubicación genere.
 - Dimensión sectorial: Destacar la participación en cada uno de los sectores a los cuales pertenezca, dependiendo de su producto y mercado.

¹⁹ Para calcular estos valores, véase a ELISEO SANTANDREU, Valoración, venta y adquisición de empresas, capítulo II, "Metodología para el análisis de la empresa" páginas de la 21 a la 52.

- Dimensión en un contexto general: referirse a la empresa como ente económico, sin tomar en cuenta aspectos particulares estudiados en la dimensión sectorial.

b) Aspectos comerciales y de producción

Los aspectos comerciales y de producción (comercialización, distribución y procesos de producción)²⁰ a considerar en el análisis, se basa en los tres aspectos siguientes:

- Comercialización del producto: Clasificación, vida útil del mismo, Ventas/Costo, distribución, previsiones, tendencias de venta y publicidad.
- Aprovisionamientos: Todo lo relativo al estudio de los consumos utilizados por el proceso productivo, características de los mismos y relaciones con proveedores.
- Aspectos de producción: Lo más importante a señalar es el estado del equipo productivo, innovaciones, costo de producción, productividad y tecnología.

En función de las características de la empresa, cada aspecto tendrá un peso específico diferente respecto a los demás, pero siempre se contemplará el conjunto de los tres.

3. Determinación y valoración de los puntos fuertes de la empresa.

Es recomendable hacer un cuadro de evaluación donde se resalten los puntos fuertes y débiles observados. En todo análisis empresarial, los puntos fuertes constituyen valores positivos para la empresa y los puntos débiles denotan, por una parte, el costo de mejora con una directa incidencia sobre la valoración y por otra, el costo de la corrección de ese punto débil. La técnica más utilizada para evaluar las fortalezas y debilidades de la empresa es el FODA.

²⁰ Algunos libros presentan una gran cantidad de información al respecto. Aunque para este análisis no es necesario entrar en detalles complejos, si se desea mayor información, véase a Leif Edvinsson y Michael S. Malone "El capital Intelectual", de la página 198 a la 234.

CAPITULO III

METODOS DE VALORACION

El valor de la empresa puede estimarse a través del activo (política de inversiones) y a través del pasivo (política financiera). Mediante el activo, requiere calcular el valor creado por la inversión y mediante el pasivo, requiere calcular el valor de las acciones como también el de las obligaciones y sumar ambos. Valorar una empresa no es lo mismo que valorar sus acciones ya que si está endeudada, existen dos derechos de propiedad sobre su activo y por lo tanto valorar las acciones implica valorar solo una parte de la misma.

El activo crea valor si los proyectos de inversión que ejecuta la empresa generan rentabilidad superior al costo de capital. Su valor de mercado se calcula aplicando el principio de aditividad, sumando el valor de mercado de cada uno de los proyectos de inversión.

El pasivo lo forman los títulos emitidos por la empresa: fondos propios (acciones + reservas) y fondos ajenos (obligaciones). La combinación de ambas fuentes de financiación crea un valor, que deberá sumarse al valor del activo para disponer del valor total de la empresa²¹.

VALORACION DE LA EMPRESA A TRAVES DEL ACTIVO

Métodos disponibles:

- Métodos basados en los activos de la empresa.
- Métodos basados en el beneficio.
- Métodos basados en el cash-flow actualizado.

1. Métodos de valoración basados en los activos de la empresa

Todos se basan en datos contables, por lo que no es posible verificar la transformación de la renta en valor, no obstante en determinados escenarios pueden ser un indicador del valor de la empresa. Los métodos que se agrupan en esta categoría son:

a) *Valor contable.*

Método de valoración basado en datos históricos que no considera aspectos importantes como: obsolescencia, inflación, el valor creado por la empresa o good-will. El ejemplo clásico es el de las empresas publicas de servicios que tienen regulada su actividad por las autoridades, cuyo resultado debe aproximarse a una determinada tasa sobre el valor contable de los activos. No obstante, el valor de mercado puede ser distinto al valor contable si se prevén cambios en las regulaciones legales sobre este tipo de empresas.

Este valor puede encontrarse mediante la siguiente expresión:

$$\text{Valor contable} = \text{Valor real de los activos} - (\text{Deuda de largo plazo} + \text{Deuda de corto})$$

²¹ La Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas dice que el valor total o global se logra por el principio de aditividad, es decir, el valor de mercado de la empresa es el resultado de sumar el valor de mercado de cada uno de los proyectos de inversión que forman el activo, o bien, el valor de mercado de la empresa es el resultado de sumar el precio de mercado de cada uno de los títulos que forman su pasivo.

Que dividido entre el número de acciones, da el precio por acción.

b) *El valor contable ajustado: el valor de reposición.*

El valor de reposición es el resultado de determinar el precio de compra de cada uno de los activos de la empresa, teniendo en cuenta su actual estado y su capacidad de prestar servicio. Presenta la ventaja de considerar la obsolescencia de los activos y permite fácilmente incorporar la inflación; pero tiene la desventaja de no tomar en cuenta el valor de los activos intangibles, es decir, el valor actual neto generado por la política de inversiones así como por las restantes políticas de la empresa.

c) *El valor contable ajustado: el valor de liquidación*

Indica el valor de la empresa si se procede a la venta de todos sus activos y se cubren las obligaciones financieras. Este criterio tiene sentido solo si pretendemos valorar una empresa que se encuentra en situación de liquidación o quiebra. Permite incorporar la obsolescencia de los activos y la inflación, pero, al igual que el método anterior, no considera el good-will²² que haya podido generar la entidad. No obstante, se considera como el valor mínimo que puede adquirir cualquier negocio. Cabe señalar que en el caso de valorar una empresa con dificultades financieras, en la que se piensa efectuar una reestructuración, su valor no debe determinarse utilizando solo el que proporciona la liquidación. En estas circunstancias, el valor de la empresa es el resultado de sumar el valor de liquidación y el valor actual de las oportunidades de crecimiento.

2. Métodos de valoración basados en el beneficio

El valor de la empresa se obtiene aplicando un factor multiplicador sobre el beneficio contable. Este es el ratio precio - beneficio (PER) y es el método más utilizado en bolsa. El ratio resulta de dividir el precio de las acciones entre el beneficio de la empresa y representa el múltiplo sobre el beneficio al que el mercado valora las acciones.

El PER se puede descomponer en dos sumandos, teniendo como método auxiliar el *Franchise Factor*²³.

$$\text{PER} = (1/K) + \text{FF} \times G$$

$$\text{FF} = (\text{ROE} - K)/(\text{ROE} \times K)$$

$$G = g/(K - g) \quad \text{y} \quad K = \text{costo de los recursos}$$

El PER está dado únicamente por $1/K$ si la empresa no presenta ningún crecimiento, cualquiera que sea la rentabilidad de sus inversiones. El producto $(\text{FF} \times G)$ es la contribución del crecimiento al PER, el cual se compone de dos factores:

- El crecimiento G , que depende fundamentalmente del crecimiento de la empresa.

²² Valoración que se da a ciertos atributos de la empresa a valorar, que no figuran en el balance ni en el valor sustancial. Corresponde al exceso del valor total de la empresa, sobre su valor contable o sustancial.

²³ Para mayor información consúltese a Pablo Fernández (1998) El PER y Crecimiento: El Franchise Factor.

- El Franchise Factor FF, que depende de la diferencia entre la rentabilidad de las inversiones y el costo de los recursos. Este factor mide la "calidad" del crecimiento, entendiendo por "calidad" rentabilidad sobre el costo de los recursos empleados.

Contar únicamente con el crecimiento, no basta para tener un PER elevado. El crecimiento es importante sólo si las nuevas inversiones generan rentabilidad superior al costo de los recursos (crecimiento con "calidad").

3. Métodos basados en la actualización de cash-flow

El método consiste en el cálculo del valor actual de todas las rentas futuras que se espera genere la empresa y se adapta mejor a cualquier escenario de valoración, siempre que se trate de una empresa en funcionamiento. Esta metodología respeta la premisa de que cualquier método de valoración debe estar basado en la transformación de renta en valor. la expresión genérica de este valor es la siguiente:

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+k)^t} + \frac{V_n}{(1+k)^t}$$

Donde:

- V = Valor de la empresa
- CF = Valor esperado del cash-flow o renta a actualizar en periodo t
- K = Tasa de actualización
- Vn = Valor esperado de la empresa en el periodo "n" (valor de continuación o valor de rescate)
- n = Horizonte de valoración

Si al valor encontrado mediante la aplicación de este modelo se le deduce el valor de la deuda, el resultado es el valor real de la empresa. Si el valor real de la empresa se divide entre el número de acciones, se obtiene el valor real por acción.

$$\text{Valor real de la acción} = \frac{\text{Valor total de la empresa} - \text{Deuda total}}{\text{Número de acciones}}$$

La aplicación de la expresión anterior requiere obviamente los siguientes parámetros:

- La renta a actualizar.
- La tasa de actualización.
- El valor de continuación.
- El horizonte de valoración.

a) Renta a actualizar

Es la renta neta que se espera genere la actividad de producción o el activo, la cual se distribuye en concepto de financiación como en concepto de amortización de capital.

Expresión:

$$CF_t = BAIT_t (1 - T) + AEC_t$$

Donde:

- CF_t = Flujo de efectivo generado por los recursos invertidos en el periodo t.
- BAIT_t = Valor esperado del beneficio de producción antes de intereses e impuestos.
- T = Tasa impositiva de los beneficios.
- AEC_t = Amortización esperada de capital en el periodo t.

b) Tasa de actualización

Es el costo de capital o rentabilidad mínima exigida al activo por sus propietarios y es fijada de acuerdo al nivel de riesgo que asume cada fuente de financiación. Si la empresa esta endeudada, el riesgo del activo o de la inversión es asumido por las acciones y por la deuda, aunque no en partes iguales. Las acciones incorporan un riesgo superior a los títulos de renta fija debido precisamente a que su renta es variable y tiene carácter residual. Por lo tanto, la tasa de actualización o rentabilidad mínima exigida al activo es una medida ponderada del costo de capital de cada fuente de financiación. Su cálculo es:

$$WACC = \frac{F_p}{P} \cdot K_{F_p} + \frac{F_A}{P} \cdot K_{F_A}$$

Donde:

- F_p, F_A = Valor de los fondos propios y fondos ajenos, respectivamente.
- P = Valor total del capital (Fondos Propios + fondos Ajenos).
- WACC = La rentabilidad mínima exigida al activo.
- K_{F_p} = Rentabilidad mínima exigida por los accionistas
- K_{F_A} = Costo real de la deuda = tasa de interés (1 - tasa de impuestos).

¿Cómo se determina el costo de capital de cada una de las fuentes de financiación?

Para una empresa en funcionamiento cuyos títulos se negocian en un mercado organizado, la rentabilidad mínima exigida por los accionistas, se puede determinar utilizando el C.A.P.M. (Capital Asset Pricing Model), cuya expresión es la siguiente:

$$k_{F_A} = i + \beta_i (R_m - i)$$

Siendo:

- K_{F_A} = La rentabilidad mínima exigida o costo de capital del título.
- i = El tipo de interés libre de riesgo.
- R_m = La tasa de interés exigida por el de mercado.
- β = Nivel de riesgo de los títulos valores.

El argumento sobre este método es que el costo de capital o rentabilidad mínima exigida resulta de sumarle al tipo de interés libre de riesgo una prima por el riesgo asumido. Su principal aportación estriba en la forma de calcular científica y objetivamente dicha prima.

El riesgo se obtiene calculando el valor de la beta²⁴, así:

$$\beta = \frac{\sigma_{jm}}{\sigma_m}$$

Donde:

- σ_{jm} = Covarianza entre la rentabilidad del título j y la rentabilidad de la cartera de mercado.
- σ_m = La varianza de la rentabilidad de la cartera de mercado.
- β = Nivel de riesgo asumido, este riesgo es el riesgo sistemático o de mercado que no se puede eliminar mediante una correcta diversificación.

Se dispone de dos formas para conocer la beta de un proyecto de inversión, éstas son:

- Empresa no endeudada: es posible calcular la beta del activo a partir de la beta de las acciones, puesto que la fuente del activo son sus fondos propios.
- Empresa endeudada: la beta del activo se calcula por medio de la expresión:

$$\beta_A = \beta_{Fp} \left(\frac{F_p}{P} \right) + \beta_{Fa} \left(\frac{F_a}{P} \right)$$

Siendo:

β_{Fp} = La beta de los fondos propios y β_{fa} = La beta de los fondos ajenos.

Las características que influyen en la determinación del nivel de riesgo sistemático, y que normalmente se localizan en la contabilidad, son las siguientes:

- Apalancamiento operativo: cuanto más elevada es la proporción de los costos fijos más elevada suele ser su beta.
- Crecimiento: cuanto mayor sea la orientación hacia el crecimiento más elevada suele ser la beta del activo.
- Tamaño: cuanto más pequeña es una empresa más alta es su beta.

c) Horizonte de valoración y valor de continuación

El horizonte de valoración "n" es el número de años durante los cuales se pueden proyectar confiablemente los cash-flow a actualizar. Cuando se ha fijado el valor de n, se pueden actualizar los cash-flow esperados por la empresa y se puede calcular el valor de los activos de la misma al final de ese horizonte de valoración (el cálculo de este último se denomina valor de continuación). Si se prevé una tasa de crecimiento en la renta de la empresa a partir de n y el costo de capital de la misma, se puede utilizar:

$$V_n = \frac{RGE_{n+1}}{K_a - g}$$

²⁴ R. Brealey y S Myers (1993): afirma que la estimación de las betas de un activo o de una industria, consiste en examinar el comportamiento de la rentabilidad de esos activos, para la empresa, respecto a los movimientos de mercado.

- Vn = Valor de continuación
- RGE_{n+1} = Valor esperado de los recursos generados libre de impuestos.
- Ka = La tasa prevista de actualización, con K > g.
- g = La tasa prevista de crecimiento de los recursos generados por gestión empresarial.

VALORACION DE EMPRESAS A TRAVES DEL PASIVO

1. Valoración de los títulos de deuda

El valor de las obligaciones ordinarias en el mercado se determina por la actualización del cupón que dicho título proporciona a la rentabilidad mínima exigida, de acuerdo con su nivel de riesgo. Analíticamente el cálculo del valor de la obligación es el siguiente:

$$V_{FA} = \sum_{t=1}^n \frac{C_t}{(1+k_{FA})^t} + \frac{V_t}{(1+k_{FA})^n}$$

Donde:

C_t = El cupón que genera el título en el periodo t.

k_{FA} = La rentabilidad mínima exigida al título.

V_{FA} = El valor de reembolso de la obligación.

n = El vencimiento del título.

V_t = Valor facial del cupón.

2. El valor de las acciones

Son muchos los modelos que pueden ser utilizados para valorar las acciones de la gran empresa. Los métodos más utilizados en los diferentes escenarios son los siguientes:

a) Valoración de las acciones de una gran empresa

El método que más se adapta a este escenario es el *cash-flow actualizado*, en el cual la renta a actualizar es la que recibe el accionista. El propietario de las acciones puede incrementar su renta de dos formas diferentes: vía dividendos o vía ganancias de capital. Recibirla de una u otra forma dependerá de la política de dividendos seguida por la empresa. La rentabilidad esperada de una acción, se calcula a partir de la expresión:

$$r = \frac{D_1 + P_1 - P_0}{P_0}$$

r = Rentabilidad esperada por la acción.

P₀, P₁ = Precio inicial y precio esperado de la acción en el período 1.

D₁ = Dividendo esperado.

Expresión que indica el valor de la acción para un periodo. En general, para un periodo "n" de valoración, la expresión a utilizar es la siguiente:

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+k_{FP})^t} + \frac{P_n}{(1+k_{FP})^n}$$

Es difícil estimar el valor del dividendo, debido a que la política de dividendos de las empresas tiende a ser inestable. La dificultad se presenta cuando se estima el valor de las acciones suponiendo que n es el final de la vida de las mismas. El valor de continuación se determina por la diferencia entre el valor de liquidación del activo y las obligaciones financieras de la empresa. Pero si n es el final del horizonte de valoración, el valor de las acciones en el periodo n vendrá determinado por el valor actual de las rentas futuras:

$$P_n = \frac{D_n}{k_{FP}}$$

Esta expresión supone que el dividendo del último periodo del horizonte de valoración se mantiene constante. Si la vida de la empresa es ilimitada, se utiliza la expresión:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+k_{FP})^t}$$

b) Horizonte infinito y tasa de crecimiento

Cuando se tiene un horizonte infinito y tasa constante de crecimiento, el modelo que se aplica es el modelo de M. J. Gordon.

$$VA = \frac{D_1}{k_{FP} - g}$$

El cual no es aplicable a aquellas acciones que se encuentran en una fase de alto crecimiento y que difícilmente se mantendrá a lo largo del tiempo, tampoco a aquellas acciones cuya política de crecimiento no está limitada únicamente al beneficio retenido.

c) El modelo de M.J. Gordon con diferentes tasas de crecimiento

La tasa de crecimiento difícilmente se mantiene constante a lo largo de la vida de la empresa. Si el Analista estima diferentes tasas de crecimiento, por ejemplo g_1 hasta el periodo n , y g_2 a partir de n , la expresión a utilizar es:

$$VA = D_1 \left[\frac{1 - \left(\frac{1+g_1}{1+k_{FP}} \right)^n}{k_{FP} - g_1} \right] + \frac{P_n}{(1+k_{FP})^n}$$

Donde el término entre corchetes es el valor actual de una renta constante D_1 , creciente a una tasa constante g_1 y horizonte finito n . El valor de continuación P_n , será el resultado de aplicar la expresión:

$$P_n = \frac{D_{n+1}}{k_{FP} - g_2}$$

Siendo:

$$D_{n+1} = D_1 \left(+ g_1 \right)^{n-1} \left(+ g_2 \right)$$

d) Actualización de beneficios

Otra forma de valorar las acciones de una empresa consiste en actualizar la corriente de beneficios B esperados por el accionista, considerando que es una renta perpetua a la rentabilidad mínima exigida, K_{fp} . El cálculo se hace con la siguiente expresión:

$$VA = \frac{B_1}{k_{FP}}$$

Es importante destacar que el modelo supone una tasa positiva de crecimiento del valor contable del activo, derivada de las inversiones que se realizan²⁵. Sin embargo dicho crecimiento no se transforma en un aumento del valor de mercado, dado que el valor actual neto de los proyectos que se realizan es igual a cero. Es decir, el valor de mercado de los nuevos proyectos de inversión *es exactamente igual a su valor contable*

e) El valor actual de las oportunidades de crecimiento

Consiste en sumar *el valor de las acciones*, obtenido mediante la actualización de los beneficios resultantes de la actividad empresarial y *el valor que se espera generar* con los nuevos proyectos de inversión que lleve a cabo la empresa durante el horizonte de valoración. Su utilización requiere aplicar la siguiente expresión:

$$VA = \frac{B}{k_{FP}} + VAOC$$

Siendo VAOC el valor actual de las oportunidades de crecimiento, el cual se calcula mediante la ecuación:

$$VAOC = \frac{VAN_1}{k_{FP} - g}$$

Donde: VAN_1 es el valor actual neto esperado de los proyectos de inversión en el primer año.

La expresión sólo es aplicable a reducidos escenarios, donde se cumplen todas las hipótesis del modelo M.J. Gordon; por lo que es necesario adaptar el modelo a la realidad de la empresa. Eliminar las limitaciones anteriores, requiere que el Analista realice una estimación de la serie de valores actuales netos generados por las inversiones de la empresa llevadas a cabo durante el horizonte de valoración. Obviamente dicha estimación debe realizarse teniendo en cuenta las características reales de cada proyecto de inversión.

²⁵ Esto nos permite afirmar que el modelo de Gordon incorpora el valor creado por los nuevos proyectos de inversión que lleva a cabo la empresa con el beneficio retenido, siempre que éstos generen una rentabilidad superior al costo de capital.

f) El valor de las acciones y el valor creado mediante la política de endeudamiento

Al valorar acciones utilizando los métodos anteriormente expuestos, se incluye el valor creado por la política de endeudamiento, ya que los modelos de valoración disponibles se basan en la renta que el título proporciona a su propietario (o beneficio del accionista), sin importar la política de dividendos. Este beneficio se mide por la expresión:

$$B_{acc} = UAII(1 - T) - \text{Carga de la deuda}(1 - T) = (1 - T)[UAII - \text{Carga de la deuda}]$$

Donde: B_{acc} es el beneficio recibido por el accionista, T es la tasa de impuestos y $UAII$ son las utilidades antes de impuestos e intereses.

La forma en que el accionista recibe renta adicional lógicamente depende de la política de dividendos de la empresa.

g) El ratio cotización y la tasa de valoración

Otra forma de valorar las acciones de una empresa es utilizando la información que proporciona el mercado de capitales, el precio del título²⁶, que habitualmente se expresa como un porcentaje adicional sobre el valor nominal: *la cotización*.

Los inversores interpretan la elevada cotización de los títulos como una buena valoración de los mismos por parte del mercado, pero la alta demanda se debe a que existen expectativas favorables sobre el valor actual de las oportunidades de crecimiento. La información que transmite el ratio cotización es sólo la forma de como el mercado valora cada unidad monetaria del capital social de la empresa, aunque la inversión efectiva del accionista es su aporte a ese capital social y su participación en las reservas. Por lo tanto, este ratio no puede ser utilizado para decidir cual de los títulos existentes es el mejor valorado por el mercado y que acciones adquirir en el mismo.

Para tomar una decisión mas aceptable, se propone utilizar el ratio tasa de valoración, definido por la siguiente expresión:

$$t_v = \frac{B}{k_{F_p}} \times \frac{1}{V_c}$$

Donde:

t_v = Tasa de valoración.

V_c = Valor contable del título.

B = Corriente de beneficios esperados por el accionista.

Esta expresión permite afirmar que las acciones mejor valoradas en el mercado son aquellas que presentan la tasa de valoración más alta, es decir, la mayor diferencia entre rentabilidad esperada y exigida por cada unidad monetaria invertida. Cuanto más alta sea la tasa, mayor es el valor que el mercado concede al título.

²⁶ Utilizar dicha información implica suponer que el mercado de capitales es eficiente.

OTROS METODOS DE VALORACION

En este documento solamente se han incluido los métodos más utilizados en la valoración de empresas. Sin embargo, existe una diversidad de modelos que pueden ser aplicados para los mismos fines o para valorar otro tipo de activos. A continuación se mencionan algunos:

Métodos basados en el Goodwill

a) *Método indirecto:*

Conocido como método alemán o de los prácticos. El modelo propone que el valor global de la empresa es igual a la media aritmética del valor de rendimiento, más el valor sustancial²⁷

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

Donde:

VG = Valor total de la empresa

VR = Valor de rendimiento

VS = Valor sustancial

b) *Metodo directo:*

Conocido como anglosajón o Goodwill²⁸. El modelo parte del valor sustancial (VS) de la empresa e incorpora una tasa de rentabilidad la cual representa el rendimiento nominal) y la tasa de rendimiento que realmente genera la empresa.

$$W = \frac{B - iVS}{K}$$

Donde:

W = Goodwill

B = Beneficios estimados

i = Tasa de rendimiento nominal de la empresa

K = Tasa de rendimiento real de la empresa

(Para mayor información sobre el desarrollo y la aplicación de estos modelos consúltese a Eliseo y Pol Santandreu "Valoración, Venta y Adquisición de Empresas" capítulo III, "Métodos de valoración", páginas de la 85 a la 89).

²⁷ ELISEO SANTANDREU (Pág. 153), Valor sustancial: contempla el activo de la empresa como UN conjunto de inversiones necesarias para la inversión. Ete valor corresponde al valor de reposición o inversión para obtener la actividad de interés.

²⁸ Valoración que se da a ciertos atributos de la empresa a valorar, que no figuran en el balance ni en el valor sustancial. Corresponde al exceso del valor global de la empresa sobre el valor contable o sustancial.

RECOMENDACIONES

- La adquisición de una empresa es una inversión más, por consiguiente los criterios a aplicar, no deben ser distintos a los que habitualmente se utilizan en la selección de las inversiones. Por lo que se sugiere que antes de tomar una decisión sobre la selección y valoración de una empresa, plantearse algunas preguntas,²⁹ cuyas respuestas pongan en evidencia los aspectos más sobresaliente de la misma.

Dogmas de negocios:

- El negocio ¿es sencillo y comprensible?
- El negocio ¿tiene un historial de funcionamiento consistente?
- El negocio ¿tiene perspectivas favorables a largo plazo?

Dogmas de gestión:

- ¿Es racional la gestión?
- ¿Es franca para los accionistas?
- ¿Se resiste al imperativo institucional?

Dogmas financieros:

- Céntrese en el rendimiento del capital, no en los dividendos por acción.
- Calcule los beneficios del accionista.
- Busque empresas que tengan grandes márgenes de beneficios.
- Asegúrese que la empresa ha creado al menos un millón, por cada millón retenido.

Dogmas de mercado:

- ¿Cuál es el valor de la empresa?
- ¿Puede ser adquirida la empresa con un descuento significativo de su valor?

Otros:

- ¿Tendrá la empresa el mismo valor si su personal esta Sindicalizado?
 - ¿Es realmente el precio de compra - venta el verdadero valor de la empresa para el comprador?
- Por lo general los inversionistas suelen tener experiencia en adquisiciones, tratamiento de las mismas, obtener información y negociar. Pero lo más frecuente es que el vendedor de una empresa no tenga esa experiencia. Por lo tanto:
 - Sea cauto en el momento de dar toda la información a la parte compradora. Piense qué podría suceder si no se llegara a un acuerdo.
 - Guárdese de aquellos que sin tener intención de comprar, pretenden accesar a la información.
 - Aunque este decidido a vender, e incluso que disponga ya de buenas perspectivas, no abandone nunca la gestión diaria. No sería la primera empresa que desaparece antes de ser vendida.

²⁹ Tomado de las experiencias de Warren Buffet, conocidos como "Los dogmas de Buffet", de Robert G. Hagstrom Jr.

- Analice la posibilidad de no vender la empresa en su totalidad. Podrá renegociar, mejorar las condiciones posteriormente o intervenir en las decisiones, junto a los nuevos accionistas o propietarios.
 - El precio no es lo único que debe prevalecer. La garantía del cobro puede tener prioridad al establecer el precio, siempre que las deudas aplazadas se cobren.
 - Piense a que se va a dedicar una vez vendida la empresa. Tenga en cuenta que al culminar la operación y deshacerse de la empresa, puede caer en depresión.
 - Cuando negocie, tenga presente que la venta de la empresa afecta a terceros, sobre todo a los colaboradores. Pueden sentirse traicionados si usted no ha negociado su seguridad, o por lo menos contemplar compensaciones económicas.
 - Contacte la mayor cantidad posible de compradores, tanto a nivel nacional como a nivel internacional, aunque ello le ocupe mucho tiempo.
 - Contrate a un experto en materia de valoración y negociación. No confíe en que usted es muy hábil. Recuerde que nunca ha vendido ninguna empresa.
- Lo que siempre preocupa a los accionistas o propietarios de empresas en dificultades, consiste en preguntarse: ¿puedo reflotar mi empresa? ¿es mejor venderla a alguien que pueda sacarla adelante?. En ocasiones, el planteo no es venderla, pero sí buscar un socio estratégico, la pregunta también surge ¿quién es el socio adecuado?. Para negociar con nuevos socios o inversionistas, es conveniente tener presente:
 - Asegúrese que el candidato no pretende exclusivamente aprovecharse de la crisis, para obtener beneficio de los activos infrautilizados, o de gran valor.
 - Que no proponga solamente soluciones basadas en cambios estratégicos, sin una inyección económica que facilite la negociación con los acreedores.
 - Tenga en cuentas que muchos inversionistas invierten en empresas con futuro, es decir, nadie quiere invertir en proyectos sin viabilidad.
 - Rodéese de profesionales y expertos que le aconsejen cómo han solucionado situaciones similares.
 - Por último, piense que se trata de un único examen, sin posibilidad de repesca.

CONCLUSIONES

- Los procesos de fusión, adquisición o absorción de empresas no deben contemplar solamente una valoración rigurosa. También debe incluir la planificación de futuro bien estructurada y adoptar una cultura basada en la comunicación, la información y la adaptación de todos los componentes de la nueva estructura organizativa, con el fin de lograr mayor competitividad en los nuevos entornos, cada vez más globalizados, hostiles y complicados.
- Antes de iniciar la valoración, es importante realizar una exhaustiva investigación, mediante el análisis - diagnóstico de la empresa, porque con ello se identifican realmente los puntos fuertes y débiles surgidos de las políticas aplicadas históricamente y que afectan a la misma, ya sean de índole financiero, humanos o de producción. Este proceso comprende totalmente, el análisis interno de la empresa y el análisis externo o del entorno.
- La valoración de empresas se efectúa mediante el activo o mediante el pasivo. Valorar mediante el activo requiere calcular el valor creado por los proyectos de inversión, mientras que a través del pasivo requiere calcular el valor de mercado de las acciones y de los títulos de deuda que financian a la empresa. La elección del método de valoración depende de las características de la empresa y del análisis de la misma.
- El método del cash-flow actualizado es el que mejor permite captar la creación de valor a través de la actividad productiva que realiza la empresa. Su aplicación requiere estimar la renta a actualizar, la tasa de actualización, el valor de continuación y el horizonte de valoración. La dificultad que caracteriza a este método es la estimación de la tasa de actualización, la cual debe ser la rentabilidad mínima exigida al activo de acuerdo con el nivel de riesgo que representa para el inversionista. A pesar de las ventajas que ofrece el método, presenta una importante limitación y es que no considera el valor creado mediante la política financiera. La forma de solucionar este inconveniente es utilizar el método de valor actual ajustado (VAA) que consiste en sumar al valor de mercado de la empresa (obtenido mediante el cash-flow actualizado), el valor generado por la política financiera.
- Valorar la pequeña y mediana empresa, utilizando el método del cash-flow actualizado requiere hacer algunas modificaciones en la renta a actualizar y en la tasa de actualización. La renta a actualizar debe incorporar las rentas específicas de las que se beneficia el empresario, por su doble condición de directivo y propietario. La tasa de actualización debe contemplar el mayor riesgo que estos títulos representan para los propietarios, lo cual se consigue calculando la prima de riesgo a partir de la varianza de la renta del activo.
- El modelo de M. J. Gordon es de escasa aplicabilidad, solo es útil para valorar aquellas empresas en las que la inversión se limita a los beneficios retenidos. Es decir, no es posible acudir al mercado de capitales en busca de nuevos recursos.
- El modelo del valor actual de las oportunidades de crecimiento es uno de los más utilizados y consiste en sumar el valor de mercado de la empresa, que se obtiene aplicando la actualización de beneficios con el valor que se espera crear mediante la futura política de inversiones. Calcular dicho valor requiere únicamente estimar la serie de valores

actuales netos (VAN), de los flujos de efectivo que se esperan recibir en el futuro y calcular su valor actual. El valor actual neto de los futuros proyectos de inversión que lleve a cabo la empresa se calculara a partir de las características reales de los mismos.

- Una correcta interpretación de la relación PER requiere analizar la información incorporada en el precio utilizado. Una elevada relación PER es sinónimo de una elevada tasa de crecimiento pero no siempre disponer de una tasa positiva de crecimiento significa que el valor de las acciones aumente. Puede aumentar el valor contable de unas acciones pero no su valor de mercado, si los proyectos que se ejecutan tienen un valor actual neto igual a cero.
- Los métodos más adecuados para valorar acciones de una pequeña y mediana empresa son: el de *Actualización de Beneficios* y el que incorpora el *valor actual de las oportunidades de crecimiento*, teniendo en cuenta que la renta a actualizar no viene definida únicamente por el beneficio contable sino también por las rentas específicas del empresario (salarios propios o de miembros de la familia, uso de vehículos y gastos personales a nombre de la empresa) y que la tasa de actualización debe fijarse de acuerdo con el mayor riesgo que estos títulos representan para su propietario.
- En la valoración de acciones con participación minoritaria. El método a utilizar será cualquiera de los explicados con anterioridad. El analista deberá decidir cual de ellos es el más adecuado según el escenario en el que se desarrolla la valoración. No obstante, el modelo elegido requiere modificaciones en la tasa de actualización, considerando que las acciones con participación minoritaria representan mayor riesgo para el inversor.
- Para valorar acciones en caso de fusión. El método recomendado es el que incorpora el valor actual de las oportunidades de crecimiento que recogerá en este caso todas las sinergias que se esperan conseguir con la fusión. No obstante, las acciones que van a ser fusionadas deben ser valoradas sin tener en cuenta las oportunidades de crecimiento derivadas de la fusión. Deben ser valoradas teniendo en cuenta las características actuales de la empresa dado que el valor que se pueda crear mediante la fusión, pertenece a todos los accionistas de la nueva empresa.

BIBIOGRAFIA

- AECA. *Métodos de valoración de empresas*, Madrid, 1983.
- AECA. *Valoración de Acciones*, Madrid, 1983.
- AECA. *Valoración de empresas, Estudio de la aplicabilidad de los diferentes métodos de valoración*, diciembre de 1996.
- AMAT, ORIOL. *Análisis Económico Financiero*. Ediciones Gestión 2000, España. 16ª edición, octubre 1998.
- ANGENIEUX, G. *Las Fusiones y la valoración de empresas*, ICE, Madrid 1976.
- BREADLEY, A. R.; MYERS, S. C. *Principios de finanzas corporativas*, Mc Graw - Hill, 4ª edición 1993.
- BRITTAN, W.; DAVIES K.; JOHNSON T. *Modern methodes of valuation*, Estate Gazette, Londres, 8ª edición 1989.
- CORNELL, B. *Corporate valuation*, Business One Irwin, 1993.
- DAMORADAN, ASWATH. *Damoradan on Valuation. Security analysis for investment and corporate finace*. Editorial John Wiley and sons, Inc. EE. UU. 1994.
- EDVINSSON, LEIF; MALONE, MICHAEL S. *El capital intelectual*, Grupo Editorial Norma, Bogotá, Colombia, 1998.
- GILBERT Jr., F. *La Financiación de la compra de Empresas mediante la garantía de su activo*, Rev. Harvard - Deusto Business Review, primer trimestre, 1980.
- GREGORY, A. *Valuing Companies*, Woodhead - Faulkner. N. Y. 1992.
- GUARNIZO, J. V. *La Valoración de empresas*, rev. ESIC - MARKET, mayo 1977.
- HAGSTROM Jr., ROBERT G. *Warrent Buffett*, estrategias del inversor que convirtió 100 dólares en 14 billones. Ediciones Gestión 2000, España, 1998.
- JEAN - PIERRE PAULET - SANTANDREU, ELISEO. *Diccionario de Economía y Empresa*. Ediciones Gestión 2000, España, 1995.
- MORRISEY, GEORGE L. *Pensamiento Estratégico*, construyendo los cimientos de la planeación, 1996.
- PORTER, MICHAEL E. *Ventaja Competitiva*. Creación y sostenimiento de un desempeño superior. Compañía Editorial continental s. a. de c. v. México, 15ª reimpresión 1997.
- PRATT, S. P. *Valuing small business and professional practices*, 2ª edición, Business One Irwin, 1993.
- ROBBINS, STEPHEN P. *La Administración del mundo de hoy*. Editorial Prentice Hall, México 1998
- SABINE, M. *Finanzas corporativas*. EADA Gestión. Gestión 2000, 1995.
- SANTANDREU E.; SANTANDREU POL. *Valoración, venta y adquisición de empresas*, Gestión 2000, primera edición 1998.
- SANTANDREU ELISEO. *El acceso a cotizar en bolsa*, Rev. Expansión, agosto 1997.
- THOMPSON – STRICKLAND. *Dirección y Administración Estratégicas*. Edición especial en español, Mc Graw-Hill, 1998
- VAN HORNE, J. C. *Administración Financiera*. Editorial Prentice Hall Hispanoamericana, 1990.
- WESTON, J. F. ; COPELAND, T. E. *Finanzas en administración*, Mc Graw - Hill, 8ª edición 1993.

- ZURITA, J. *La Oferta Pública de Adquisición*, papeles de Economía Española, 1988.

Documentos de internet

- ¿Cuánto vale una empresa que no cotiza en bolsa?
- Active-Passive Appreciation of Company Value in Divorce: The Same Old Inflation Argument (But is it Valid?).
- Business Risk and its Impact on Valuation (and Why Attorneys Must Understand It).
- Employee Stock Ownership Plans (Structuring and Valuation Issues).
- Fractional Interests in Real Estate: Their Valuation (Why the Parts are Not Worth Their Share of the Whole).
- Key Business Valuation Trends and Their Importance.
- Master en finanzas 1.
- Minority Shares: Dividends and Their Crucial Impact on Value (And Why Even 45% Discounts for Lack of Marketability Can Be Reasonable).
- PER y crecimiento: el Franchise factor
- Professional Business Valuations: Expected Standards.
- Understanding the Income Valuation Approach: a Primer For Judges Who Must Regularly Hear Business Valuation Cases.
- Voting / Non-Voting Recapitalizations in Subchapter S Corporations- The Business Valuation Impacts for Estate and Gift Planning.
- Year 2000 and its Business Valuation Impact (A Light-Hearted View).