

# Valoración *de* empresas

# 08

# MANUAL

FINANCIACIÓN

**EDICIÓN**

Centros Europeos de Empresas Innovadoras de la Comunidad Valenciana (CEEI CV)

**DIRECCIÓN**

Centros Europeos de Empresas Innovadoras de la Comunidad Valenciana (CEEI CV)

**© 2008 DE ESTA EDICIÓN**

En la elaboración de este documento ha participado la empresa Leopoldo Pons, S.L.

Centro Europeo de Empresas Innovadoras de Valencia (CEEI Valencia)  
Avda. Benjamín Franklin, 12. Parc Tecnològic  
46690 Paterna (Valencia)

**DISEÑO**

Debase Estudio Gráfico

**MAQUETACIÓN**

Neto estudio creativo, S.L.

**DERECHOS RESERVADOS**

Queda rigurosamente prohibido, según autorización escrita de los titulares de Copyright, bajo una sanción establecida por Ley, la reproducción total o parcial de esta obra por cualquier medio o procedimiento, incluidas la reprografía o tratamiento informático y la distribución de ejemplares mediante préstamo público.

Este Manual se ha editado gracias al apoyo prestado por el IMPIVA (Instituto de la Mediana y Pequeña Industria de la Generalitat Valenciana) a través del Convenio singular de colaboración para el desarrollo del Programa de Asistencia al Emprendedor.



# Manual 08

Valoración de empresas

**CEEI**  
COMUNIDAD  
VALENCIANA  
CENTROS EUROPEOS DE  
EMPRESAS INNOVADORAS

[www.redceei.com](http://www.redceei.com)  
[www.emprenemjunts.es](http://www.emprenemjunts.es)

Financiado por:

**IMPIVA**  
GENERALITAT VALENCIANA  
CONSELLERIA D'INDÚSTRIA, COMERC I INNOVACIÓ





# Índice

# e o i p u j | Índice

1	EL VALOR DE COMPAÑÍA DE UN NEGOCIO EN MARCHA. PANORAMA GENERAL Y CONTEXTUALIZACIÓN PARA EL CASO DE LAS PYME VALENCIANAS	8
2	LOS ANÁLISIS DAFO Y EL IMPACTO EN LA VALORACIÓN DE LAS PYME	10
3	ANÁLISIS BENCHMARKING Y REFERENCIAS DE CONTRASTE	12
4	EL NUEVO DERECHO CONTABLE Y SU PLANIFICACIÓN EN EL MARCO DE LOS VALORES RAZONABLES DE ACTIVOS Y PASIVOS EN EL VALOR DE COMPAÑÍA	15
5	MÉTODOS DE VALORACIÓN DE EMPRESAS	17
5.1	MÉTODOS BASADOS EN EL BALANCE (VALOR PATRIMONIAL)	17
5.1.1	VALOR CONTABLE	17
5.1.2	VALOR CONTABLE AJUSTADO	17
5.1.3	VALOR DE LIQUIDACIÓN	18
5.1.4	VALOR SUSTANCIAL	18
5.2	MÉTODOS BASADOS EN LA CUENTA DE RESULTADOS	18
5.2.1	VALOR DE LOS BENEFICIOS	18
5.2.2	VALOR DE LOS DIVIDENDOS	18
5.2.3	MÚLTIPLO DE LAS VENTAS	18
5.3	MÉTODOS BASADOS EN EL FONDO DE COMERCIO O GOODWILL	18
5.3.1	MÉTODO DE VALORACIÓN "CLÁSICO"	18
5.3.2	MÉTODO SIMPLIFICADO DE LA "RENTA ABREVIADA DEL GOODWILL" O MÉTODO DE LA UEC SIMPLIFICADO	18
5.3.3	MÉTODO DE LA UNIÓN DE EXPERTOS CONTABLES EUROPEOS (UEC)	19
5.3.4	MÉTODO INDIRECTO O MÉTODO "DE LOS PRÁCTICOS"	19
5.3.5	MÉTODO ANGLOSAJÓN O MÉTODO DIRECTO	19
5.3.6	MÉTODO DE COMPRA DE RESULTADOS ANUALES	19
5.3.7	MÉTODO DE LA TASA CON RIESGO Y DE LA TASA SIN RIESGO	20
5.4	MÉTODOS BASADOS EN EL DESCUENTO DE FLUJOS DE FONDOS	20
5.4.1	MÉTODO GENERAL PARA EL DESCUENTO DE FLUJOS	20
5.4.2	DETERMINACIÓN DEL FLUJO DE CAJA ADECUADO	20
5.4.3	OBTENCIÓN DE PROYECCIONES FINANCIERAS	21
5.4.4	CÁLCULO DE LA TASA DE DESCUENTO	21
5.4.5	OBTENCIÓN DEL VALOR RESIDUAL	21
5.4.6	OBTENCIÓN DEL VALOR DE COMPAÑÍA	21

# e c i p u | Índice

6	LOS MULTIPLICADORES COMO REFERENCIAS DE CONTRASTACIÓN	22
7	LA EMPRESA FAMILIAR Y LA PROBLEMÁTICA DEL VALOR DE COMPAÑÍA	24
7.1	LA PROYECCIÓN DE LOS FLUJOS DE CAJA EN LAS PYME	26
7.2	LA ESTIMACIÓN DE LA TASA DE DESCUENTO EN LAS PYME	26
7.3	EL CÁLCULO DE LOS FLUJOS DE CAJA LIBRE EN LAS PYME	26
7.4	EL RIESGO EN LAS PYME	27
8	PROCEDIMIENTOS, PROCESOS Y PROTOCOLOS DE COMPRAVENTA DE PEQUEÑAS Y MEDIANAS EMPRESAS	28
8.1	PROCESO DE COMPRA-VENTA	28
8.1.1	EL CUADERNO DE VENTA	30
8.1.2	EL PERFIL CIEGO DE COMPAÑÍA	30
8.1.3	LA CARTA DE INTENCIONES	30
8.1.4	OFERTA NO VINCULANTE	30
8.1.5	DATA ROOM	31
8.1.6	DUE DILIGENCE	31
8.1.7	OFERTA VINCULANTE	31
8.1.8	CONTRATO DE COMPRA-VENTA	31
9	LAS OPERACIONES ESPECIALES DE LBO: MBO, MBI Y BIMBO EN LAS PEQUEÑAS Y MEDIANAS EMPRESAS	32
10	LOS MERCADOS DE CAPITALES Y EL COSTE DEL DINERO EN LA REFERENCIA DE LAS PYMES	37
10.1	FUENTES DE FINANCIACIÓN	38
10.1.1	LA FINANCIACIÓN PROPIA	38
10.1.2	LA FINANCIACIÓN BANCARIA	38
10.1.3	EL CRÉDITO COMERCIAL	38
10.1.4	LAS FINANCIACIONES ESPECIALIZADAS	38
10.1.5	LAS SUBVENCIONES	39
10.2	CONSEJOS PRÁCTICOS PARA LA ELECCIÓN DE LA FINANCIACIÓN ADECUADA	39
11	CONCLUSIONES	40



# EL VALOR DE COMPAÑÍA DE UN NEGOCIO EN MARCHA. PANORAMA GENERAL Y CONTEXTUALIZACIÓN PARA EL CASO DE LAS PYME VALENCIANAS

01



Cuantificar a los efectos de valorar un negocio en marcha, es un objetivo que viene siendo acometido en los últimos 50 años desde diferentes enfoques, según el tipo de compañías valoradas y a las propias razones de la valoración. Sin embargo, en el marco de las grandes compañías los diferentes métodos de valoración han ido confluyendo en la práctica hacia los denominados valores actuales de los flujos de caja esperados, acrónimos como el EBITDA “Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization”, y procedimientos propios de las matemáticas financieras, más o menos avanzadas, son herramientas de uso común en este tipo de valoraciones de empresas.

Ahora bien, cuando nos trasladamos a la geografía de las pequeñas y medianas empresas, PYME, el método pierde gran parte de sus propiedades valorativas y es preciso volver a soluciones combinadas que aúnan referencias contables, financieras y descriptivas, que de una forma compensada o ponderada equilibren la situación y puedan ofrecer una valoración lo más objetiva posible de una pequeña y mediana empresa como negocio en marcha.

El presente trabajo pretende realizar una aproximación a lo que es la valoración de las pequeñas y medianas empresas en el contexto de la economía valenciana, lo cual nos lleva a la incorporación del análisis de las diferentes herramientas que pueden identificar factores de valor en las PYME. Los análisis DAFO, “Debilidades, Amenazas, Fortalezas, Oportunidades”, o los Benchmarking competitivos, son instrumentos que ofrecen una importante información cualitativa sobre el valor del negocio en si mismo.

Al acometer la tarea nos hemos tenido que enfrentar a una serie de restricciones y limitaciones que resultan de la mayor conveniencia explicitar, al menos enumerando, incorporando en el texto un perfil acotado de contenidos, extensión de los mismos y conclusiones sumarias.

En primer lugar el asunto de la valoración de las empresas en funcionamiento como herramienta de trabajo combina sentido común con instrumentos de no siempre fácil manejo, propios de las matemáticas financieras o del análisis económico, por lo cual se ha buscado en los trabajos un cierto estilo descriptivo, sumario y compilador, frente a otro tipo de inmersiones más o menos profundas o críticas.

En segundo lugar debe tenerse en cuenta que hemos tenido muy presente al usuario del texto, y no tanto al destinatario final por lo que precisamente el estudio, descripción y ubicación de las pequeñas y medianas empresas valencianas quedan fuera de los escenarios recorridos, tampoco hemos hecho un recorrido, ni siquiera puntual, por el mundo de las microempresas valencianas, ya sean con importantes contenidos de I+D+i o sin ellos.

En tercer lugar, no hemos sido, ni lo hubiésemos podido ser, exhaustivos ni en los contenidos ni en los temas a abordar, el espacio y los objetivos finales han mandado. Así, por ejemplo, no hemos realizado un recorrido, ni si-

quiera somero, por el problema de la valoración de empresas en la jurisprudencia española, asunto de mucho interés según los casos. Tampoco nos hemos aproximado a la normativa, por genérica que esta sea, y aquí cabría mencionar a la Ley que regula desde mediados del año 2007 a las Sociedades Profesionales.

Nuestra experiencia en esta materia de compraventa de compañías refuerza la tesis, recomendación de no descuidar ninguna de las herramientas conocidas, y, en particular, nos dice de la importancia de incorporar en el mundo de las PYME los protocolos de negociación y explicitación de acuerdos, por ello hemos decidido incorporar en este abigarrado documento esta parte aparentemente ausente del mundo numérico o económico.

Por último abordamos unas conclusiones sumarias que se plantean en los términos siguientes:

**Aproximarse al valor de una PYME valenciana es un ejercicio entre teórico y práctico que requiere construir un marco de diferentes escenarios donde deben localizarse las herramientas e hipótesis, el contexto valenciano nos lleva a situaciones de DAFO en perímetros de clusters y sus versiones actuales. Todas estas soluciones, simulaciones, cuantitativas deben ser contrastadas a partir de posibles precios de transacción, para con ello evaluar el grado de bondad del análisis.**



## 02

# LOS ANÁLISIS DAFO Y EL IMPACTO EN LA VALORACIÓN DE LAS PYME

Como paso previo a la valoración de una compañía deberemos realizar un profundo análisis interno y externo de la misma. En muchas ocasiones el trabajo de valoración conlleva la realización de una proyección de los estados financieros de la empresa, que deberá estar sustentada por un conocimiento lo más extenso posible sobre la realidad actual de la empresa.

Es aquí donde entra en juego el análisis DAFO (Debilidades, Amenazas, Fortalezas y Oportunidades). Esta herramienta, de vital importancia en la estrategia empresarial, permite determinar las ventajas competitivas de la empresa analizada. El análisis se divide en dos partes claramente diferenciadas: el interno, que se centra en la empresa analizada, y el externo, orientado al entorno de la empresa.

El análisis interno pretende determinar las fortalezas y las debilidades de la empresa, con el objeto de poder aprovechar las primeras al máximo e intentar corregir las segundas en la medida de lo posible. Un ejemplo de factores que pueden ser identificados en el análisis interno serían las ventajas en costes frente a la competencia, los activos intangibles, los recursos humanos, etc.

El análisis externo se centra en el entorno que rodea a la compañía analizada, intentado establecer las oportunidades existentes, que habrá que intentar aprovechar, y las amenazas que acechan a la empresa, que se deberán evitar a toda costa. Tiene en cuenta las tendencias del mercado, la coyuntura económica del país, cambios en la tecnología existente, en la normativa legal o en la situación política, etc.

Una correcta identificación de los diferentes factores que afectan a la marcha de la empresa, tanto a nivel interno como externo, resulta vital a la hora de proceder a la valoración de una empresa.

Ello es así porque en muchas ocasiones, y principalmente en las PYME, al factor de valor del negocio cuantitativo, obtenido como el valor económico-financiero emanado del patrimonio y los resultados de la empresa obtenidos en el pasado o a obtener en el futuro, habrá que añadir el valor cualitativo del propio negocio, como resultado de la identificación de los valores intangibles de la compañía, que en muchas ocasiones pueden representar los factores que más valor añaden al negocio,

cuestiones como la exclusividad en productos, exclusividad en canales de distribución sobre una determinada área geográfica, así como otros factores como puede ser el reconocimiento de la imagen de marca corporativa, se convierten en elementos de valor implícito del negocio, los cuales sólo podrán ser identificados a partir de un exhaustivo análisis de los factores clave del negocio, para lo cual, la herramienta DAFO, se convierte en un instrumento imprescindible, para identificar y poder valorar elementos intangibles de un negocio.

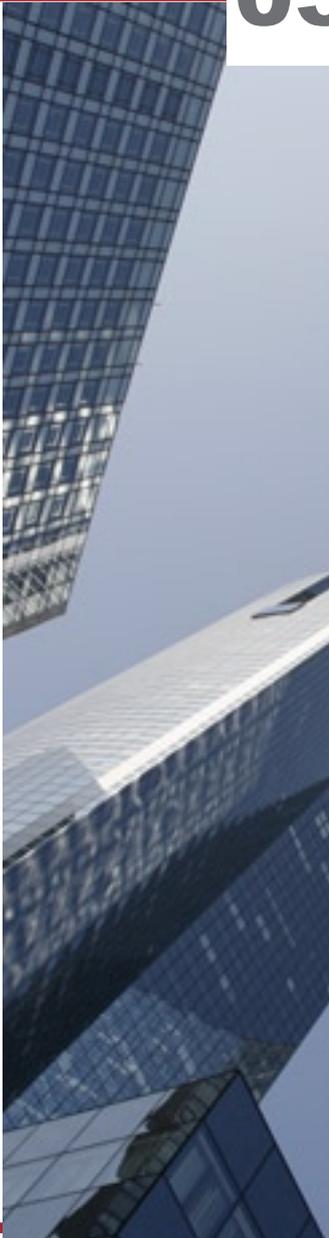
A continuación y a modo de ejemplo mostramos los resultados de un sencillo análisis DAFO aplicado a una empresa ficticia:

	Fortalezas	Debilidades
1. Clientes	Les gustamos y vuelven a consumir nuestros productos.	No disponemos de lo necesario como para encarar un crecimiento futuro.
2. Producto o servicio	Está bien visto y se vende bien.	Se encuentra en el estadio de madurez y necesita un cambio.
3. Distribución	Estamos próximos a nuestros clientes, disponemos de un acceso fácil y de aparcamiento.	Las oficinas están un poco descuidadas para recibir a visitantes.
4. Promoción	Obtenemos referencias de boca oreja.	No se hace mucho para promover la empresa.
5. Precio	Nuestro precio es competitivo, pero en algunos casos no es el más barato.	No tenemos en el monitor los precios de la competencia.
6. Financiación	Obtenemos un beneficio neto del 15% y disponemos de reservas de 30.000 u.m. en efectivo.	Si tuviéramos que crecer un 20% el próximo año, podríamos quedarnos cortos en efectivos.
7. Operaciones	Nuestras instalaciones de producción y el trabajo realizado son los mejores.	Sólo se trabaja al 50% de la capacidad.

	Oportunidades	Amenazas
8. Economía	Se prevé que la economía crecerá un 5% anual durante los próximos cinco años.	Este nivel de crecimiento no sería compatible con nuestras ambiciones de crecimiento del 20% anual.
9. Política	El gobierno apoya a las pequeñas empresas.	Los ecologistas nos hacen la vida difícil y amenazan con nuevas legislaciones.
10. Competidores	Parecer ser menores y menos profesionales.	A un gran competidor de la empresa le puede parecer atractivo nuestro mercado.

# 03

## ANÁLISIS BENCHMARKING Y REFERENCIAS DE CONTRASTE



El análisis benchmarking es una herramienta que permite evaluar diferentes aspectos de una empresa y analizarlos de manera comparada con otras empresas similares, generalmente de su mismo sector.

En la valoración de empresas, este tipo de análisis comparado tiene una gran utilidad a la hora de verificar o contrastar la posición competitiva de una empresa en el sector en el que desempeña su actividad.

El método más empleado, y por otra parte más directo, para la confección de un benchmarking competitivo, es acudir a las diferentes **bases de datos de información financiera** que existen en el mercado, como pueden ser la base de datos Informa, Axesor, Ardan, Schober y otras fuentes similares.

La principal ventaja que ofrecen dichas fuentes es la incorporación de la información financiera depositada por las empresas en sus respectivos Registros Mercantiles de manera actualizada, lo que permite efectuar diferentes análisis a partir de los procesos de tratamiento de datos que poseen dichos sistemas de información.

Estas bases de datos permiten llevar a cabo la construcción de agrupaciones de información de empresas, seleccionadas, por ejemplo, a partir de los códigos de actividad CNAE o IAE, y subagrupadas por volumen de operaciones, domicilio social, número de empleados, importe de beneficios, etc.

Aunque estas bases de datos son sistemas de información de gran utilidad, hay que tener en cuenta ciertas salvaguardas

a los efectos de construir correctamente la muestra de empresas con la que vamos a efectuar el análisis de la posición competitiva de la empresa que estamos valorando, ya que de otro modo se puede acabar realizando análisis excesivamente superficiales e incluso equivocados.

Si por ejemplo tomamos como referencia una selección de empresas partiendo del mismo epígrafe CNAE con el que cuenta la empresa valorada, habrá de tenerse en cuenta que las empresas que estemos comparando pueden desarrollar, además de esa actividad otras actividades que contribuyan a conformar el volumen de ventas o los beneficios de las mismas, por lo que cuando se realicen el contraste de magnitudes se estará efectuando sobre una base de comparación heterogénea.

Asimismo, si además de por actividad, se efectúa una selección de muestra tomando como referencia el área geográfica donde la empresa valorada desarrolla sus actividades, empleando como criterio de búsqueda el domicilio social, de ámbito provincial o regional, de las empresas comparadas, se puede incurrir en el error de incluir empresas en la muestra de comparación que, teniendo la misma actividad y domicilio social que la empresa valorada, lleve a cabo el desarrollo de sus actividades de manera efectiva en otras áreas geográficas en las que no concurren competitivamente con la empresa que estamos valorando, o en caso contrario, podemos estar excluyendo de la muestra de comparación empresas que, teniendo la misma actividad que la empresa valorada, pero domicilio social provincial o regional distinto, sea competidora directa por desarrollar de manera efectiva sus operaciones en el mismo ámbito geográfico que la empresa valorada.

Si se opta por emplear las bases de datos de información financiera empresarial existentes en el mercado, la mejor manera de depurar las muestras de compañías comparables es acudir a un **análisis de carácter cualitativo en el ámbito de los productos y servicios comercializados y a las áreas geográficas de irradiación de la actividad de las empresas seleccionadas**, a los efectos de cerciorarse de que la muestra empleada es

la que nos va a dar unos resultados más adecuados y explicativos de los análisis sobre la posición competitiva en el mercado de la empresa valorada.

En el pasado, la tarea de comparar cualitativamente a un grupo de empresas podía convertirse en algo inverosímil, en tanto en cuanto, el acceso a la información de otras compañías estaba mucho más restringido y, en la mayoría de ocasiones, la consecución de dicha información era un trabajo imposible.

Actualmente, con el elevado grado de desarrollo de Internet, prácticamente la totalidad de empresas cuentan con un dominio propio en la Red, ya que la misma se ha convertido en un canal de comunicación, promoción y venta cada vez más utilizado para la exposición de los productos y servicios por parte de las empresas.

Este fenómeno es especialmente palpable en el caso de las PYME, los bajos costes de incorporación de la información empresarial a Internet, ha supuesto una total apertura y transparentización de la información empresarial, que permite llevar a cabo análisis de carácter cualitativo entre las diferentes empresas de un mismo sector de actividad, que permitirán homogeneizar con mayor grado de fiabilidad el grupo de empresas comparables de la empresa valorada en base a criterios más allá de los financieros.

Una vez se ha construido una muestra fiable de empresas comparables respecto a la empresa valorada, se puede proceder a realización de los análisis de contraste sobre magnitudes financieras.

Para ello, los sistemas de bases de datos de información financiera empresarial, permiten la **construcción de rankings en función de diferentes variables** (número de empleados, volumen de operaciones, EBIT, EBITDA, Beneficio Antes de Impuestos, Resultado Neto Contable, endeudamiento, volumen de activos, etc.) que nos permitirán posicionar en el mercado los perfiles y resultados de la empresa valorada, respecto a los de sus principales competidores, y ello con la posibilidad de observar la información para diferentes periodos de tiempo, lo que a su vez nos puede dar una idea, no sólo de la posición

competitiva puntual de la empresa, sino también de la evolución mantenida por la misma frente a sus competidores en un periodo dado de tiempo.

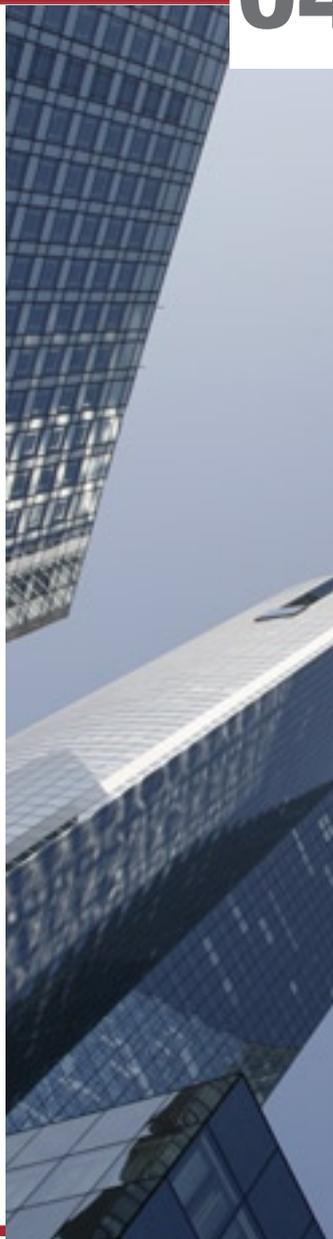
De ahí la importancia de la utilización de los benchmarking competitivos y de las referencias de contraste en la valoración de una empresa, en tanto en cuanto, va a per-

mitir el análisis de las estrategias y políticas mantenidas por la empresa valorada y la identificación de si las mismas han tenido como resultado la obtención de ventajas, competitivas y/o comparativas, frente a otras empresas competidoras, que puedan representar intangibles a tener en cuenta en el momento de la valoración.



# EL NUEVO DERECHO CONTABLE Y SU PLANIFICACIÓN EN EL MARCO DE LOS VALORES RAZONABLES DE ACTIVOS Y PASIVOS EN EL VALOR DE COMPAÑÍA

04



En el ejercicio 2007 se ha producido una profunda reforma del derecho contable español que se ha venido aplicando por parte de las empresas desde el año 1990.

En el marco de la armonización a las Normas Internacionales de Contabilidad, se ha efectuado una profunda revisión de la normativa contable española que ha tenido como consecuencia la aprobación de la Ley 16/2007, de 4 de julio, de reforma y adaptación de la legislación mercantil en materia contable para su armonización internacional con base en la normativa de la Unión Europea, así como de su correspondiente desarrollo reglamentario materializado en los Nuevos Planes Generales de Contabilidad (PGCN), en su versión normal y el adaptado a las pequeñas y medianas empresas (PGCPYME).

Entre muchas de las novedades introducidas por la Ley 16/2007 y el Nuevo PGC, cabe destacar las modificaciones introducidas en las Normas y Criterios de Valoración de las masas patrimoniales que componen los Estados Financieros de las empresas.

En concreto, la modificación del principio de prudencia valorativa, ha tenido como consecuencia que este principio deje de ser el eje rector, sobre el resto de principios contables, para la obtención de la imagen fiel del patrimonio y de la situación económica y financiera de las empresas, tal y como ocurría antes de la Reforma.

La matización del principio de prudencia valorativa, ha tenido como consecuencia la adición, al ya conocido criterio de valoración de Precio de Adquisición, el criterio del Valor Razonable, que ha quedado definido como:

*“el importe por el que puede ser intercambiado un activo, o liquidado un pasivo, entre partes interesadas y debidamente informadas, que realicen una transacción en condiciones de independencia mutua.*

*El valor razonable se determinará sin deducir los costes de transacción en los que pudiera incurrirse en su enajenación.*

*El valor razonable se calcula, tomando como referencia un valor fiable de mercado, en el cual los bienes o servicios que se intercambien sean homogéneos, puedan encontrarse compradores y vendedores en cualquier momento y los precios sean accesibles y conocidos para el público.*

*En el caso de aquellos elementos para los cuales no exista un mercado activo, el valor razonable se determinará utilizando modelos y técnicas de valoración tales como: referencias a transacciones recientes, referencias al valor razonable de otros activos equivalentes, métodos de descuento de flujos de caja futuros estimados y modelos generalmente aceptados para valorar opciones.”*

Con la aplicación extensiva del criterio del Valor Razonable sobre la totalidad de los elementos patrimoniales que componen los Estados Financieros de las empresas, se podría llegar al resultado de que los mismos ofreciesen de manera directa a los usuarios el Valor de Mercado de una empresa en funcionamiento.

Si bien, se debe tener en consideración que la aplicación del criterio de Valor Razonable, tal y como ha dejado claro la Exposición de Motivos de la Ley 16/2007, se ha limitado a determinados instrumentos financieros, con la finalidad de hacer uso en todo momento de las opciones más conservadoras incluidas en las normas internacionales adoptadas.

Esta situación conduce de manera indubitable al punto de partida de valorar con carácter generalizado al Precio de Adquisición, todos aquellos elementos patrimoniales que no sean los particulares instrumentos financieros valorados a Valor Razonable.

Sin embargo, la utilización de este criterio valorativo en otros elementos patrimoniales y las más que probables reformas que en un futuro puedan realizarse a nivel comunitario, han hecho aconsejable una remisión reglamentaria para poder extender en nuestro Derecho Mercantil Contable este criterio de valoración a nuevos elementos patrimoniales, siempre que dichos elementos se valoren con carácter único de acuerdo con este criterio en los Reglamentos de la Unión Europea por los que se adoptan las citadas normas internacionales.

La anterior ordenación jurídica arbitrada, deja traslucir un principio de continuidad en lo referente a la consecución de la imagen fiel de la información que deben mostrar los Estados Financieros de las empresas sobre su patrimonio y situación económica y financiera.

Ciertamente, el incluir criterios de valoración de mercado con carácter extensivo, podría conducir a una pérdida de homogeneidad y fiabilidad de contraste en la información de carácter público que deben suministrar periódicamente las empresas, en tanto en cuanto, dicha información podría quedar impregnada de los elementos subjetivos que de manera indisoluble introduce el valorador, de forma voluntaria o involuntaria, y sobre los que no existe una normativa común, por ejemplo, no existe una norma para determinar el valor de las variables que componen las tasas de descuento con las que se actualizan los flujos para la obtención del valor actual de un bien.

En cualquier caso, es probable que con un futuro desarrollo normativo se establezca una aplicación extensiva del criterio de Valor Razonable sobre todos y cada uno de los elementos que componen el patrimonio de la empresa, y en base a criterios uniformes se pueda llegar a tener una referencia del valor de mercado de una empresa, si bien, esta valoración siempre seguirá dejando al margen los factores de valor intangibles, factores que, como hemos visto en apartados anteriores, son fundamentales a la hora de llegar al valor de mercado de una empresa en funcionamiento.

# 05

## MÉTODOS DE VALORACIÓN DE EMPRESAS



En este capítulo se pretende describir brevemente los métodos de valoración de empresas más utilizados. Estos se pueden clasificar en distintos grupos en función de la naturaleza de los mismos.

### 5.1 MÉTODOS BASADOS EN EL BALANCE (VALOR PATRIMONIAL)

Estos métodos se utilizan para calcular el valor de la empresa a partir de la estimación del valor de su patrimonio. Proporciona el valor desde una perspectiva estática, sin considerar la evolución futura de la empresa, la situación del sector u otros problemas que no se reflejan en los estados contables. Dentro de este grupo se sitúan los siguientes métodos: valor contable, valor contable ajustado, valor de liquidación y valor sustancial.

#### 5.1.1 VALOR CONTABLE

También llamado valor en libros o patrimonio neto de la empresa, el valor contable es el valor de los Fondos Propios que aparecen en el balance. Se calcula como la diferencia entre el activo total y el pasivo exigible, es decir, el excedente del conjunto de bienes y derechos de una sociedad sobre la totalidad de su deuda frente a terceros. Su principal defecto es que los criterios contables están sujetos a cierta subjetividad y rara vez coincide el valor contable con el valor “de mercado”.

#### 5.1.2 VALOR CONTABLE AJUSTADO

Con la utilización de este método se pretende salvar el inconveniente de aplicar criterios exclusivamente contables

en la valoración. La mecánica a seguir para aplicar este método es la misma que en el “Valor contable”, aunque previamente se ajustan los activos y pasivos del balance de situación a su valor de mercado.

### 5.1.3 VALOR DE LIQUIDACIÓN

Se corresponde con el valor de una empresa en el hipotético caso de que se proceda a su liquidación: se venden sus activos y se cancelan sus deudas. Se obtiene restando al patrimonio neto ajustado los gastos de liquidación del negocio (indemnizaciones a empleados, gastos fiscales, etc.). Este método es útil para obtener el valor mínimo de una empresa.

### 5.1.4 VALOR SUSTANCIAL

El valor sustancial de una sociedad equivale a la inversión que sería necesaria para constituir una empresa en idénticas condiciones a la que se está valorando. Para su cálculo se suelen dejar fuera los bienes que no sirven para la explotación como los terrenos no utilizados, las participaciones en empresas, etc.

## 5.2 MÉTODOS BASADOS EN LA CUENTA DE RESULTADOS

En contraposición con los métodos basados en el balance, estos métodos se basan en la cuenta de resultados de la empresa.

### 5.2.1 VALOR DE LOS BENEFICIOS

Según este método, muy utilizado en empresas cotizadas, el valor de la empresa se obtiene multiplicando el beneficio neto anual por un coeficiente llamado PER (del inglés price earnings ratio).

Resulta de utilidad para realizar juicios rápidos sobre la sobrevaloración o infravaloración de una empresa.

### 5.2.2 VALOR DE LOS DIVIDENDOS

El valor de una empresa según este método, o de sus acciones, es el valor actual neto de los dividendos que se espera obtener de la misma en el futuro.

### 5.2.3 MÚLTIPLO DE LAS VENTAS

Este método consiste en calcular el valor de una empresa multiplicando sus ventas por una cifra en concreto. Se suele emplear en ciertos sectores con relativa frecuencia. Un ejemplo sería la valoración de oficinas de farmacia multiplicando sus ventas anuales por 2 o por otro número según la coyuntura del mercado.

## 5.3 MÉTODOS BASADOS EN EL FONDO DE COMERCIO O GOODWILL

El fondo de comercio trata de representar el valor de los intangibles de la empresa, que no suele aparecer reflejado en las cuentas anuales de la sociedad, pero que aporta una ventaja respecto a otras empresas del entorno. Estos métodos realizan por un lado una valoración estática de los activos de la sociedad y, por otro, tratan de cuantificar el valor que generará la empresa en el futuro.

### 5.3.1 MÉTODO DE VALORACIÓN “CLÁSICO”

Según este método, el valor de una empresa es igual al valor de su activo neto más el valor del fondo de comercio. Para calcular el valor del fondo de comercio se multiplica el beneficio neto de la empresa por un determinado coeficiente o se aplica un cierto porcentaje a la facturación. La fórmula empleada es la siguiente:

$$V = A + (n \times B), \text{ o bien } V = A + (z \times F)$$

Donde “A” es el valor del patrimonio neto ajustado, “B” el beneficio neto, “F” la facturación, “z” el porcentaje de la cifra de ventas y “n” un coeficiente comprendido generalmente entre 1, 5 y 3.

### 5.3.2 MÉTODO SIMPLIFICADO DE LA “RENDA ABREVIADA DEL GOODWILL” O MÉTODO DE LA UEC SIMPLIFICADO

Este método parte del valor del patrimonio neto ajustado al que se le añade el fondo de comercio, calculado me-

diante la capitalización, por aplicación de un coeficiente, de un “superbeneficio” igual a la diferencia entre el beneficio neto y la inversión del activo neto en el mercado de capitales al tipo de interés correspondiente a la tasa sin riesgo. Se utiliza la siguiente fórmula para su cálculo.

$$V = A + an (B - iA)$$

Donde “A” es el patrimonio neto ajustado, “B” los beneficios del ejercicio, “i” el tipo de interés de colocación alternativa y “an” el valor actual, a un tipo “t”, de n anualidades unitarias.

### 5.3.3 MÉTODO DE LA UNIÓN DE EXPERTOS CONTABLES EUROPEOS (UEC)

En este caso el valor de la empresa vuelve a partir del patrimonio neto ajustado más el fondo de comercio.

Éste se calcula capitalizando a interés compuesto un superbeneficio que es el beneficio del ejercicio menos el flujo obtenido invirtiendo a una tasa sin riesgo un capital igual al valor de la empresa.

Se diferencia del método anterior en el cálculo del valor del fondo de comercio. La fórmula a emplear es la siguiente:

$$V = A + an (B - iV)$$

Donde “A” es el patrimonio neto ajustado, “B” los beneficios del ejercicio, “i” el tipo de interés de colocación alternativa, “an” el valor actual, a un tipo “t”, de n anualidades unitarias y “V” un capital igual al valor de la empresa.

### 5.3.4 MÉTODO INDIRECTO O MÉTODO “DE LOS PRÁCTICOS”

Este método utiliza la siguiente fórmula para el cálculo del valor de la sociedad:

$$V = (A + B / i) / 2$$

Donde “A” es el patrimonio neto ajustado, “B” el beneficio del ejercicio e “i” el tipo de interés de los títulos de renta fija del Estado a largo plazo.

### 5.3.5 MÉTODO ANGLOSAJÓN O MÉTODO DIRECTO

En este caso el valor del goodwill se obtiene mediante la actualización para una duración infinita del superbeneficio obtenido por la empresa. Este superbeneficio corresponde a la diferencia entre el resultado neto del ejercicio y lo que se obtendría de la colocación de capitales iguales al valor del activo de la empresa a un tipo de interés. Se utiliza la siguiente fórmula:

$$V = A + (B - iA) / tm$$

Donde “A” es el patrimonio neto ajustado, “B” el beneficio del ejercicio, “tm” la tasa de interés de los títulos de renta fija multiplicada por un coeficiente comprendido entre 1,25 y 1,5 e “i” el tipo de interés.

### 5.3.6 MÉTODO DE COMPRA DE RESULTADOS ANUALES

En este caso el valor del fondo de comercio es igual a un cierto número de años de superbeneficio.

Este método emplea la siguiente fórmula para hallar el valor de una compañía:

$$V = A + m (B - iA)$$

Donde “A” es el patrimonio neto ajustado, “B” el beneficio del ejercicio, “i” el tipo de interés usual en el país y “m” el número de años del superbeneficio, que suele estar entre 3 y 5.

### 5.3.7 MÉTODO DE LA TASA CON RIESGO Y DE LA TASA SIN RIESGO

Este método sostiene que el valor de una sociedad es igual al activo neto aumentado con la actualización del superbeneficio. La fórmula que se emplea para su cálculo es la siguiente:

$$V = (A + B / t) / (1 + i / t)$$

Donde “A” es el patrimonio neto ajustado, “B” el beneficio del ejercicio, “i” es la tasa de una colocación alternativa sin riesgo, “t” es la tasa con riesgo que sirve para actualizar el superbeneficio, y es igual a la tasa i aumentada con un coeficiente de riesgo.

## 5.4 MÉTODOS BASADOS EN EL DESCUENTO DE FLUJOS DE FONDOS

Estos métodos tratan de determinar el valor de una sociedad estimando los flujos de caja que generará la misma en el futuro, para luego descontarlos a una tasa de descuento apropiada.

En la actualidad son los más utilizados ya que constituyen el único método de valoración conceptualmente correcto.

### 5.4.1 MÉTODO GENERAL PARA EL DESCUENTO DE FLUJOS

Los diferentes métodos de descuento de flujos parten de la siguiente expresión:

Donde “CF<sub>i</sub>” es el flujo de fondos generado por la empresa en el período i, “V<sub>n</sub>” el valor residual de la empresa en el año n y “k” la tasa de descuento apropiada para el riesgo de los flujos de fondos.

$$V = CF_1/(1+k) + CF_2/(1+k)^2 + \dots + (CF_n + V_n)/(1+k)^n$$

### 5.4.2 DETERMINACIÓN DEL FLUJO DE CAJA ADECUADO

Los flujos de fondos más utilizados para hallar el valor de una empresa en su totalidad son: el flujo de caja libre, el flujo de fondos disponible para los accionistas y los dividendos.

**El Flujo de Caja Libre (FCF, free cash flow).** Es el flujo de fondos generado por las operaciones, sin tener en cuenta el endeudamiento, después de impuestos. Es el dinero que quedaría en la empresa después de haber cubierto las necesidades de reinversión en inmobilizado y en necesidades operativas de fondos, suponiendo que no existe deuda. Los flujos de caja libre se descuentan al coste medio ponderado de capital (CMPC o WACC).

El esquema a seguir para llevar a cabo el cálculo del Flujo de caja libre se muestra a continuación:

Beneficio antes de intereses e impuestos (BAII)
- Impuesto sobre sociedades
+ Amortizaciones
<b>Flujo de caja bruto</b>
- Inversión en Activo Fijo
- Inversión en Necesidades Operativas de Fondos
- Inversión neta en otros activos
<b>Flujo de caja libre</b>

**El Flujo de fondos disponible para los accionistas (CFac).** Se calcula restando al FCF los pagos de principal e intereses (después de impuestos) que se realizan en cada periodo a los poseedores de la deuda, y sumando las aportaciones de nueva deuda. Estos flujos se suelen descontar a la tasa de rentabilidad exigida por los accionistas.

El FCF permite obtener directamente el valor total de la empresa, mientras que el CFac y los dividendos permiten obtener el valor de las acciones, al que hay que

añadir el valor de la deuda para obtener una valoración completa de la compañía.

### 5.4.3 OBTENCIÓN DE PROYECCIONES FINANCIERAS

Una vez seleccionado el flujo de caja que descontaremos, deberemos llevar a cabo la proyección de los estados financieros de la compañía a un determinado número de años, para así obtener una serie de flujos futuros que posteriormente descontaremos a una tasa adecuada.

### 5.4.4 CÁLCULO DE LA TASA DE DESCUENTO

Como hemos mencionado anteriormente, la tasa que debemos utilizar para descontar los flujos de caja libre estimados, así como el valor terminal de la compañía, debe ser el Coste Medio Ponderado de Capital (CMPC o WACC).

$$\text{CMPC (k)} = k_d (1-t) P_d + k_e \times P_{rp}$$

Donde “Prp” y “Pd” son la proporción de Fondos Propios y de Exigible sobre el Pasivo respectivamente, y “ke” y “kd” representan la rentabilidad exigida a las acciones y el coste de la deuda respectivamente. “t” es la tasa impositiva del Impuesto sobre Sociedades.

Para hallar el coste de los recursos propios se utiliza el modelo CAPM (capital asset pricing model), que se obtiene de la siguiente fórmula:

$$\text{CAPM} = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

Donde “Rm” y “Rf” son las rentabilidades de activos financieros de mercado y libres de riesgo respectivamente y “β” es un coeficiente de volatilidad que indica el riesgo de la empresa respecto del mercado.

Para valores de la beta menores que uno, se supone que la sociedad analizada está sometida a un riesgo inferior

al de mercado, mientras que para valores superiores a la unidad ocurre lo contrario. Un valor igual a la unidad le asignará a la empresa analizada el mismo riesgo que el mercado.

### 5.4.5 OBTENCIÓN DEL VALOR RESIDUAL

El valor residual es el valor adicional que resulta de computar los flujos de caja posteriores al período proyectado mediante una perpetuidad. Para obtenerlo utilizaremos la siguiente expresión:

$$\text{VR} = \frac{\text{FCL}_{n+1}}{k-g} = \frac{\text{FCL}_n(1+g)}{k-g}$$

Donde “FCLn” es el flujo de caja libre en el último ejercicio proyectado, “g” es la tasa de crecimiento perpetuo de los FCL desde el final del período proyectado y “k” es la tasa de descuento, que en este método será el CMPC.

### 5.4.6 OBTENCIÓN DEL VALOR DE COMPAÑÍA

Una vez proyectados los FCL y obtenido el valor residual de la empresa, los descontaremos al CMPC y los sumaremos para hallar el valor de la misma. Para ello emplearemos la fórmula mencionada anteriormente:

$$V = \text{FCL}_1/(1+k) + \text{FCL}_2/(1+k)^2 + \dots + (\text{FCL}_n + V_n)/(1+k)^n$$

Donde “FCLi” es el flujo de fondos generado por la empresa en el período i, “Vn” el valor residual de la empresa en el año n y “k” la tasa de descuento apropiada para el riesgo de los flujos de fondos, el CMPC o WACC en el caso de utilizar los flujos libres de caja.

La cifra que obtenemos corresponde al valor total de la sociedad, al que habría que descontarle la deuda total para obtener el valor de los fondos propios.

# 06

## LOS MULTIPLICADORES COMO REFERENCIAS DE CONTRASTACIÓN

Un sistema muy utilizado habitualmente en valoración de empresas es el método de los multiplicadores, que parte de la base de que la empresa que se está valorando obtendrá unos ratios similares a los de empresas similares, que reciben el nombre de empresas comparables.

Para considerar a una empresa como “comparable” debe ser similar a la empresa a valorar en cuanto a tamaño, mercados, crecimiento, flujos de caja, riesgo, etc.

Este método se basa en que la empresa objetivo se comporta de manera similar al resto de empresas comparables y las relaciones entre sus principales variables económico-financieras, es decir los ratios o multiplicadores, deben ser parecidas. En el caso de no encontrar empresas comparables, se debería utilizar el valor promedio de los ratios del sector en el que opera la empresa valorada.

### Ventajas

- **Utilidad.** Pueden proporcionar información relevante sobre el valor de las empresas.
- **Simplicidad.** Facilidad de cálculo y amplia disponibilidad de datos.
- **Relevancia.** Los múltiplos se basan en datos estadísticos clave, muy utilizados por los inversores.
- **Comprensión.** Más fáciles de comprender y explicar que el descuento de flujos de caja.

**Inconvenientes**

- **Simplista.** Comprime el resultado conjunto de varios generadores de valor en una única cifra.
- **Estático.** No tiene en cuenta el comportamiento dinámico de un negocio y la competencia al centrarse en un momento determinado del tiempo.
- **Inconsistente.** Al ignorar el riesgo, el crecimiento y la generación de flujos de caja, puede dar lugar a estimaciones inconsistentes de valor.
- **Manipulable.** Su falta de transparencia le hace muy vulnerable a la manipulación.
- **Modal.** Si el sector está sobrevalorado / infravalorado en el mercado, el valor de la empresa será demasiado alto / bajo con respecto a su valor real.

La valoración por múltiplos es un complemento a los diferentes métodos de valoración de empresas. Se suelen utilizar habitualmente con la finalidad de comparar el resultado obtenido en la valoración.

La metodología que se suele emplear es la siguiente:

- Se eligen las empresas comparables en función de su actividad, sus dimensiones y el sector en el que centran su actividad.
- Se determina la información contable necesaria, vigilando su consistencia en cuanto a principios contables y a temporalidad.
- Se seleccionan los múltiplos a utilizar para la valoración.

Si dejamos a un lado los ratios basados en la capitalización bursátil, que obviamente no se utilizan en la valoración de PYME, los multiplicadores más utilizados son los siguientes:

- **Valor de la empresa / EBITDA**

La relación entre el valor de la empresa y el beneficio antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización es uno de los múltiplos más utilizados en la actualidad, ya que no está afectado por la política de amortización

de la empresa ni por la composición de su estructura de capital.

- Valor de la empresa / Ventas
- Valor de la empresa / Flujo de caja libre

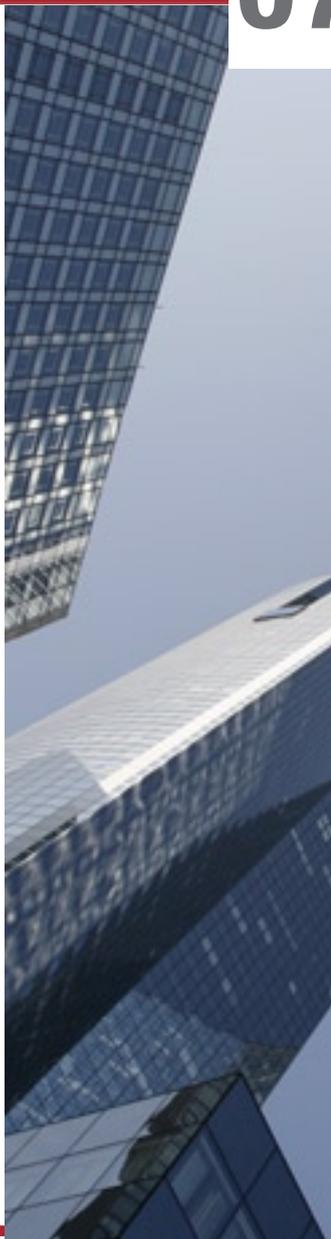
Este ratio se utiliza generalmente cuando las empresas comparables tienen una intensidad de capital diferente a la de la empresa objetivo.

Uno de los principales problemas que se encuentra en la aplicación de multiplicadores en las PYME radica en la ausencia de un mercado cotizado para las mismas. Por ello resulta imposible conocer de manera rápida el valor de empresas comparables o de su propio sector.

Una solución alternativa a este inconveniente reside en convertir el ratio que queremos aplicar en otro más operativo, de manera que sus variables puedan ser estimadas por las PYME que se quieren comparar.

# LA EMPRESA FAMILIAR Y LA PROBLEMÁTICA DEL VALOR DE COMPAÑÍA

## 07



Cuando hablamos de empresa familiar, normalmente no estamos tratando con grandes empresas familiares, sino de PYME. En éstas no sólo no existe el mercado bursátil como mecanismo de control, sino que el capital, en realidad no está concentrado, sino más dividido que en muchas grandes empresas.

Esto se debe a que los miembros de una misma familia pueden tener intereses distintos o diferentes visiones del negocio. Esto plantea conflictos cuando ninguno de los socios es claramente mayoritario, pero todos son administradores o pueden nombrar administradores.

Cuando se da esta situación, es difícil transmitir el negocio o sus acciones por un precio alto, a no ser que ello incluya el control de la sociedad.

Cuando se plantean problemas de sucesión, esto también suele hacer bajar el precio de las compañías, por la dispersión del accionariado y el riesgo de que este hecho provoque la escisión. No obstante, el heredero hará especial consideración a las consecuencias fiscales que le supone la sucesión y tendrá un coste hundido que hará difícil la transmisión de sus acciones.

En el valor del vendedor, se sumarán los impuestos afrontados y en el valor para el comprador, se descontará una minusvalía por dispersión del capital y pérdida de intangibles asociados a la continuidad.

Por estos motivos, es más probable la disolución y liquidación de empresas heredadas que de otros tipos de sociedades y menos probable su transmisión.

Es posible considerar que con algunas excepciones, a veces brillantes, la categoría de grandes empresas ha perdido su carácter familiar original; por el contrario la categoría de empresas medianas es en su mayor parte (probablemente más del 80 por 100) de carácter familiar. Un negocio se considera de carácter familiar cuando una gran parte del capital está en manos de una o más familias y cuando la dirección está asegurada por uno o más miembros de estas mismas familias.

Como indican ciertas estadísticas, el 60 por 100 de estas empresas están dirigidas por personas cuya edad ronda los 70 años, lo que supone un problema de continuidad, que tendrán que resolver en los próximos años.

A veces, los fundadores de empresas deciden transmitir la empresa al llegar a la edad de jubilación, para promover su continuidad, previendo su propia limitación vital. En tal caso, se suele llegar a soluciones denominadas “familiares”, es decir, el capital y el poder serían conservados por la familia del fundador o del propietario actual.

El poder puede ser ejercido por uno o varios miembros de la familia o por un tercero, bajo el control de la familia. En este caso no habría que recurrir a la negociación.

Es, por tanto, más interesante, el caso de las soluciones “no familiares”.

El capital y el poder serían transferidos a un nuevo propietario, que podría ser otra empresa o grupo de empresas, un comprador individual ajeno a la empresa o miembros del personal o, como veremos, una entidad de capital riesgo que se comprometa a revender pasado un tiempo su participación, ya sea de forma privada a los miembros de la familia, a un precio pactado o no, ya sea en el mercado.

Este último tipo de soluciones ocurre cuando no existe sucesor familiar para la dirección de la empresa, la familia no puede hacer frente al pago de los impuestos de sucesión o, lo que es más frecuente, existen desavenencias familiares que hacen imposible la organización de un poder estable en la generación siguiente a la del dirigente actual.

El caso de los conflictos familiares no lleva necesariamente a la venta, sino que puede conducir a la escisión, por ejemplo, aunque ello conllevaría mayores costes de negociación y mayores gastos societarios.

Aunque es difícil estimar qué precio tendría una empresa en negociación privada, dependiendo de las circunstancias, la literatura consultada coincide en asegurar que, por lo general, el precio final de la transacción es superior si la negociación se realiza antes del fallecimiento.

En el caso contrario, los compradores, que no ignoran la situación, logran obtener un precio más bajo, bien sea mediante una negociación global o mediante recompras sucesivas de minorías que, reunidas, constituirán una nueva mayoría, exenta de haber satisfecho la prima de control.

La valoración de PYME plantea la principal dificultad de no disponer de la referencia de la cotización de sus acciones.

Su transmisión se produce normalmente por negociación privada (salvo casos de donación, herencia o expropiación forzosa), incluso la entrada o salida de inversores de Capital Riesgo suele hacerse mediante negociación con los fundadores o sus sucesores.

Solamente las grandes empresas están en condiciones de emitir títulos negociables, tanto por los requisitos de la admisión a cotización, como por los costes fijos de emisión (escritura pública, registro de anotaciones en cuenta, comisiones bancarias, etc.) y las consiguientes economías financieras de escala.

Otra dificultad para valorar las PYME es la incertidumbre que incorporan las estimaciones, especialmente en las nuevas empresas, cuya esperanza de vida está entorno a 5 años.

Aunque ese horizonte temporal se utilizase en condiciones de certeza, no podríamos aplicar muchas de las fórmulas conocidas del descuento de flujos de caja, dado que en la mayoría de los casos no concurrirían las premisas básicas para la aplicación de tales metodologías, véase calidad de negocio, sostenibilidad y masa crítica.

La metodología a emplear en la valoración de una PYME es, en principio, la misma que se aplica en empresas de mayor tamaño, aunque existen ciertos aspectos que conviene tener en cuenta para poder llevarla a cabo de manera satisfactoria:

- En primer lugar nos encontramos con la inexistencia de un mercado activo de empresas no cotizadas, lo que dificulta la rápida transmisión de la propiedad de las mismas, generando una situación de relativa iliquidez.
- En segundo lugar, las PYME disponen de estructuras organizativas menos desarrolladas, lo que repercute en determinadas carencias de información necesaria para la valoración.

A la hora de entrar en la valoración de una PYME, nos encontraremos con ciertas particularidades a la hora de estimar algunas variables, especialmente los flujos de caja y la tasa de actualización, cuando se aplique el método de descuento de cash flows.

## 7.1 LA PROYECCIÓN DE LOS FLUJOS DE CAJA EN LAS PYME

Al realizar una proyección a futuro de los estados financieros de una PYME con la finalidad de obtener una serie de flujos de caja, nos deberemos apoyar en información financiera que, generalmente, no estará auditada debido a que la mayoría de PYME no están obligadas a ello.

Existen algunas características de las PYME que, de no ser tomadas en cuenta, podrían distorsionar en cierta medida las proyecciones realizadas:

- La retribución del propietario de la empresa como gerente de la misma.
- La mezcla de gastos e ingresos del propietario y de la empresa, que habrá que separar previamente.
- Los efectos impositivos asociados al empresario individual.
- La mezcla de inversiones y de financiación entre la empresa y el empresario, que también deberá separarse.

## 7.2 LA ESTIMACIÓN DE LA TASA DE DESCUENTO EN LAS PYME

Para calcular la tasa de descuento de actualización de los flujos de caja en una PYME nos encontraremos con tres problemas fundamentales:

- A la hora de calcular el coste de los fondos propios, no dispondremos de un mercado de referencia para hallar la beta de volatilidad de la empresa.
- La dificultad de determinar el riesgo asociado a la falta de diversificación de la inversión del propietario que tiene concentrada toda su inversión.
- El ajuste de la tasa como consecuencia de la falta de liquidez o de disponibilidad de la inversión.

## 7.3 EL CÁLCULO DE LOS FLUJOS DE CAJA LIBRE EN LAS PYME

Existen cuatro cuestiones que conviene tener en cuenta en el cálculo de los flujos de caja de las PYME, especialmente en las más pequeñas:

- **El salario del propietario.**  
Es habitual que en las PYME el propietario y el gerente sea la misma persona y perciba un salario que no se corresponda con el trabajo efectivamente realizado por el mismo. Esta partida deberá ser ajustada para llevar a cabo una correcta valoración de la compañía.
- **Los gastos e ingresos personales y de la empresa.** En ocasiones, el propietario de una pequeña empresa incurre en gastos e ingresos que incorpora a la empresa como si de él mismo se tratara. Otras veces, gastos que corresponden a la empresa no se incorporan debidamente.
- **El efecto impositivo.** En los procesos de valoración y según la actuación profesional que se siga, así como el objetivo perseguido, habrá que tomar en consideración los posibles efectos asociados a los regímenes fiscales de los propietarios.

- **La financiación de la empresa.** En las pequeñas empresas puede ocurrir que la deuda recoja tanto aportaciones de terceros, como del propietario. Otras veces existen inversiones adquiridas por el propietario que son para la actividad de la empresa. Este tipo de actuación puede distorsionar tanto las inversiones como la financiación de la empresa, afectando a los flujos de caja.
- **El riesgo de falta de control,** relacionado con la identificación del empresario con la empresa y el control que ejerce sobre ella.

Este riesgo cobra importancia en el caso de transmisiones parciales de títulos.

- **El riesgo de diversificación,** derivado de la circunstancia de tener concentrados todos los recursos en una única línea de negocio.

## 7.4 EL RIESGO EN LAS PYME

Asociado al problema de disposición de información que se plantea en la determinación del coste de los recursos propios y de la tasa de actualización, las PYME incorporan otra casuística adicional. Al riesgo de mercado hay que añadir, también:

- **El riesgo de disponibilidad,** que se refiere a la dificultad de transmitir los títulos de la empresa, de manera que se crea una situación de cierta "iliquidez".

Estas circunstancias hacen que tengamos que añadir un complemento de riesgo a la tasa calculada.

Existen algunos procedimientos para ello, aunque poco estudiados todavía, particularmente en el caso español, siendo especialmente difícil de asignar primas por diversificación y riesgo de control.

Las primas de riesgo por "iliquidez" suelen estar situadas en torno al 15 y el 25%.







## Primera etapa. Elaboración del memorándum descriptivo de la compañía (Cuaderno de Venta).

La elaboración del informe descriptivo pretende conocer la siguiente información de la Compañía:

- Historia y accionistas.
- Actividades: Productos y servicios.
- Clientes y mercados.
- Distribución.
- Proveedores.
- Investigación y Desarrollo.
- Recursos Humanos.
- Instalaciones y activos inmobiliarios.
- Cuentas financieras y analíticas.
- Plan de negocio.
- Estructura de la transacción.

## Segunda etapa. Investigación de mercado.

El resultado de esta fase es una relación de candidatos en la que se obtienen los datos y personas de contacto así como la facturación relevante, actividades, estructura del Grupo, etc.

## Tercera etapa. Contacto con posibles inversores.

El primer contacto es anónimo (perfil ciego de compañía) y se basa en normas generalmente aceptadas. Hay que manejar con tiempo y profesionalidad las situaciones, hacer un traspaso gradual de la información, establecer un ambiente negociador de alto nivel, etc.

Una vez realizada la primera aproximación, con las sociedades interesadas se firma un **acuerdo de confidencialidad**.

## Cuarta etapa. Establecimiento de negociaciones.

Debe haber un equilibrio entre la información que se entrega y el avance de las negociaciones.

Se tiene que establecer calendarios de trabajo y agendas de reuniones, haciendo un seguimiento de las mismas.

En las negociaciones iniciales, el inversor deberá realizar una carta de interés en la que manifieste su interés no vinculante por la operación y los términos generales de su propuesta.

Como paso posterior a este documento, se establece la negociación de una **carta de intenciones**, documento que entraña cierta vinculación con la operación y que establece algunos de los términos finales de la misma,

así como la **Oferta no vinculante**.

### **Quinta etapa. Coordinación del proceso de cierre de la operación.**

En la parte final del proceso es donde se realizan las **Due Diligence**, la **Oferta Vinculante** y se establece el **contrato de compra-venta**.

#### **8.1.1 EL CUADERNO DE VENTA**

El cuaderno de venta es un documento que proporciona a los potenciales compradores una gran cantidad de información necesaria para decidir si la empresa objetivo resulta de su interés. La realización del mismo se suele llevar a cabo con la ayuda del asesor que representará al vendedor en el proceso de venta. Si bien parte de la información no se dará a conocer en una fase tan temprana del proceso, este documento debe contener información acerca de las siguientes áreas:

- Actividad de la empresa
- Productos y servicios
- Clientes
- Información sobre el sector
- Marketing
- Accionariado
- Análisis económico-financiero
- Valoración

#### **8.1.2 EL PERFIL CIEGO DE COMPAÑÍA**

El perfil ciego es un documento que elabora la propiedad de una empresa con la finalidad de poner en el mercado la misma cuando por diversos motivos desea mantener el anonimato en etapas tan tempranas del proceso. En este documento, únicamente se dan a conocer aquellos datos de la compañía que la parte vendedora desea hacer públicos inicialmente.

Entre otros, los puntos clave que debe incorporar un perfil ciego son los siguientes:

- La actividad que lleva a cabo.
- El sector económico en el que opera.
- Su ubicación geográfica.
- Información financiera básica (cifras de ventas, beneficios, etc.).
- Objetivos de la parte vendedora (venta total o parcial de la empresa).
- Expectativas de desarrollo.

La utilidad del perfil ciego es la de identificar potenciales compradores que puedan estar interesados en la compañía sin hacer públicos los deseos de venta de la propiedad de la empresa.

#### **8.1.3 LA CARTA DE INTENCIONES**

Tras avanzar en las negociaciones, suele ser habitual la redacción de una carta de intenciones. No se trata de un contrato legal, sino que es un documento intermedio, anterior a la formalización del contrato, en el que se recogen los principales puntos discutidos y acordados.

Mascareñas (2000) señala tres funciones principales de la carta de intenciones:

- Sintetiza y clarifica lo que ya se ha acordado. Contribuye a aclarar aspectos no comprendidos de igual manera por alguna de las partes.
- Es un acuerdo suficientemente detallado como para que los abogados y expertos fiscales trabajen sobre él para la redacción del acuerdo final.
- Prohíbe a los vendedores negociar otros posibles acuerdos al margen.

A pesar de no ser un contrato, siempre se puede incluir algún punto que obligue legalmente, todo depende de las negociaciones entre ambas partes.

#### **8.1.4 OFERTA NO VINCULANTE**

Si el potencial comprador sigue mostrando interés por llevar a cabo la operación tras haber examinado la docu-

mentación aportada por la parte vendedora, realizará una oferta no vinculante a la compañía.

En este documento, que como su propio nombre indica no obliga a ninguna de las partes a realizar la operación, el potencial comprador indicará el precio que está dispuesto a pagar por la compañía con la información de la que dispone en el presente momento y las condiciones que sustentan dicha oferta.

A medida que el proceso de negociación siga avanzando, la parte compradora tendrá acceso a información adicional que le permitirá ajustar, al alza o a la baja, el precio inicialmente propuesto en la oferta no vinculante.

## 8.1.5 DATA ROOM

Una data room, que se puede traducir como “habitación de datos” en castellano, es un lugar físico dotado de elevadas medidas de seguridad, en el que los potenciales compradores de una empresa pueden consultar toda la información relevante que el vendedor pone a su disposición.

Toda la información contenida en la data room es estrictamente confidencial y por lo general los potenciales compradores no podrán copiarla o sacarla de allí. El objetivo de la misma es proporcionar la información necesaria para poder llevar a cabo, de manera paralela, las due diligence.

## 8.1.6 DUE DILIGENCE

El proceso de due diligence (o “diligencias debidas” en castellano) consiste en la comprobación por parte del comprador de la veracidad de la información contenida en el cuaderno de venta, a partir de los documentos disponibles en la data room.

La información que suele analizarse en esta fase abarca todas las áreas de la empresa, desde los aspectos laborales o de personal hasta los financieros, pasando por documentos legales, información tecnológica o comercial.

En las manifestaciones que hace el Vendedor, se informa a la parte Compradora de la cosa objeto de la venta, de las virtudes y de los defectos del mismo.

El escenario ideal es que las manifestaciones que ha hecho la parte Vendedora coincida con las conclusiones obtenidas por el Comprador una vez realizada la Due Diligence correspondiente. Sin embargo, en la mayoría de los casos, no coinciden.

## 8.1.7 OFERTA VINCULANTE

Si la parte compradora sigue estando interesada en la compra de la empresa tras haber tenido acceso a toda la información proporcionada por la parte vendedora, el siguiente paso será realizar una oferta vinculante.

En este documento la parte compradora especificará el precio que está dispuesta a pagar por la empresa. La oferta vinculante obliga a la parte compradora a llevar a cabo la adquisición, pero no a la vendedora, que podrá aceptarla o rechazarla.

## 8.1.8 CONTRATO DE COMPRA-VENTA

El paso final del proceso de compraventa reside en la firma del acuerdo de venta. Se trata de un contrato legal que define los detalles de la transacción y obliga a ambas partes a realizar lo pactado. Este acuerdo final debe especificar al menos:

- Importe total de la operación y la forma de pago.
- Efectos legales de la adquisición.
- Confidencialidad.
- Garantías por parte del vendedor de que los datos utilizados son correctos. Estas cláusulas se pueden referir a aspectos tales como la existencia de litigios en curso, posibles deudas fiscales, etc.
- Condiciones para la realización de la fusión y sucesos para la suspensión de la misma, si corresponde.
- Acuerdos sobre los puestos de trabajo.

## LAS OPERACIONES ESPECIALES DE LBO: MBO, MBI Y BIMBO EN LAS PEQUEÑAS Y MEDIANAS EMPRESAS

El marco actual en que se encuentran la gran mayoría de PYMES en la Comunidad Valenciana, especialmente en los sectores manufactureros tradicionales, está definido por las siguientes características básicas:

1. Ser empresas familiares con sucesiones generacionales no resueltas.
2. No tener diferenciación entre el patrimonio empresarial y el patrimonio familiar.
3. No tener diferenciación entre propiedad y gestión.
4. Tener necesidades:
  - A nivel familiar preservar el patrimonio.
  - A nivel empresarial de dar continuidad al negocio y conseguir un relevo en la gestión.

Esta situación está llevando a las PYMES Valencianas a buscar una salida en el mercado de capitales, mediante la venta de la totalidad o parte de la empresa a socios gestores-financieros, con la voluntad y el deseo de estructurar una transición ordenada que permita:

1. Profesionalizar la gestión de la empresa.
2. El mantenimiento del carácter independiente del negocio, más allá de sus fundadores.
3. No renunciar totalmente a la propiedad de la empresa, manteniendo el compromiso con el proyecto de futuro de la empresa y con su personal.

Una alternativa adecuada para la consecución de los anteriores objetivos es la estructuración de operaciones de com-

pra-venta apalancadas o, en terminología anglosajona, Leverage Buy-Out (LBO), transacciones que consisten en adquisición de una empresa por parte de uno o más inversores financieros, utilizando para su financiación una cantidad de deuda bancaria, relativamente importante, cuyos repagos y garantías están soportados por los propios recursos generados por la empresa adquirida y por el patrimonio del que dispone la misma, es decir, la única garantía de dicho endeudamiento es el valor de la compañía y sus cash flows, es decir, su capacidad de repago.

En este tipo de operaciones las inversiones van desde la mayoría simple del accionariado hasta el 100% del capital de la empresa adquirida y suelen centrarse sobre empresas en las que los beneficios pueden crecer de forma muy sustancial mediante la mejora de las estructuras de dirección y gestión de la compañía.

Las principales ventajas que suelen ofrecer este tipo de transacciones para los propietarios de las PYMES son:

1. Proporcionan una liquidez inmediata a los vendedores.
2. Los vendedores, no necesariamente deben abandonar el capital, ya que pueden reinvertir parte de su capital en la Compañía obteniendo una participación representativa (aproximadamente un 30 %), siguiendo así comprometidos y ligados al proyecto empresarial.
3. Se produce una transición ordenada, con la disminución paulatina de la dedicación de los Vendedores gestores con la entrada en la estructura organizativa de profesionales externos.
4. Se produce un refuerzo del compromiso de los Vendedores con el equipo directivo clave, al tener éste entrada en el capital de la Compañía.
5. Se potencia el proyecto futuro de la Compañía.
6. Se da una continuidad de la Cultura corporativa de la empresa.
7. Se mantiene la compañía como un ente independiente de sus socios fundadores.
8. Se refuerza y profesionaliza el equipo directivo.
9. Se da un compromiso por parte de los socios con el crecimiento futuro y la capacidad de reinversión de la empresa.
10. Se da una concentración de los vendedores en las áreas del negocio o funciones en las que aportan un mayor valor añadido.
11. Se da una reinversión de los vendedores con una rentabilidad vinculada al éxito del proyecto.
12. El vendedor obtiene cierta flexibilidad en la estructura de la nueva operación.
13. Se optimiza el proceso de salida de forma ordenada, evitando procesos traumáticos.
14. Se disminuye el riesgo de aparición de pasivos ocultos.
15. La adaptación del equipo directivo se produce de manera gradual y con el apoyo interno y externo.
16. Se mantiene el Know-how y la visión de los vendedores-gestores en las áreas clave del negocio.
17. Se respeta la futura salida de los vendedores.

Existen diferentes modalidades de LBO en función de los agentes intervinientes en la operación, si bien, las fórmulas más extendidas son las operaciones MBO, MBI y BIMBO.

**El MBO** es una modalidad de compra de compañías apalancada, dónde el equipo directivo de la propia empresa se hace con el control de la misma, asistido normalmente por una sociedad de capital riesgo o un banco de inversión, los cuales actúan como socio financiero.

**El MBI** es una modalidad de compra de compañías apalancada, dónde la empresa es adquirida por parte de un equipo directivo externo, asistido normalmente por una sociedad de capital riesgo o un banco de inversión, los cuales actúan como socio financiero.

**Un BIMBO** es una combinación de MBO y MBI. Se trata de la adquisición de una compañía por un conjunto de personas constituido en parte por el equipo directivo de esta compañía y en parte por personas ajenas, normalmente apoyados por un inversor financiero y apalancando la compañía para pagar parte del precio.

La mecánica de las anteriores operaciones de LBO se centra en ubicar, en última instancia, la deuda empleada en la operación de adquisición por parte de la NEWCO dentro del balance de la empresa adquirida. La pregunta a responder es: ¿cómo ponemos el endeudamiento en el balance de la sociedad adquirida?

Para responder a la anterior pregunta, en esta clase de operaciones se deben recorrer tres etapas fundamentales:

**1. Constitución de la Nueva Compañía adquirente (NEWCO).** Es el vehículo de inversión dónde se establece la estructura de capital que quedará definida en la compañía resultante de la operación. La estructura de participación habitual de las NEWCO varía en función de que se produzca o no la reinversión de los vendedores de la empresa adquirida, pero

los estándares tipo en cada una de las modalidades es el mostrado en la siguiente tabla. (ver recuadro 1).

**2. Toma de control por parte de la NEWCO de la empresa a adquirir.** En este punto la NEWCO se hace con las acciones de la compañía objetivo, resultando el siguiente balance en la NEWCO. (ver recuadro 2).

**3. Fusión por absorción parte de la NEWCO de la empresa a adquirida (fusión impropia o inversa).** En este punto la NEWCO procede a la fusión por absorción en las modalidades de fusión impropia o fusión inversa, siendo el balance de la empresa resultado el siguiente. (ver recuadro 3).



RECUADRO 1

	MBO	MBI	BIMBO
Equipo Directivo Interno	[10 % - 40 %]	0%	[5 % - 20 %]
Equipo Directivo Externo	0%	[10 % - 40 %]	[5 % - 20 %]
Socio financiero	[50 % - 60 %]	[50 % - 60 %]	[50 % - 60 %]
Accionistas Vendedores	[0 % - 40 %]	[0 % - 40 %]	[0 % - 40 %]

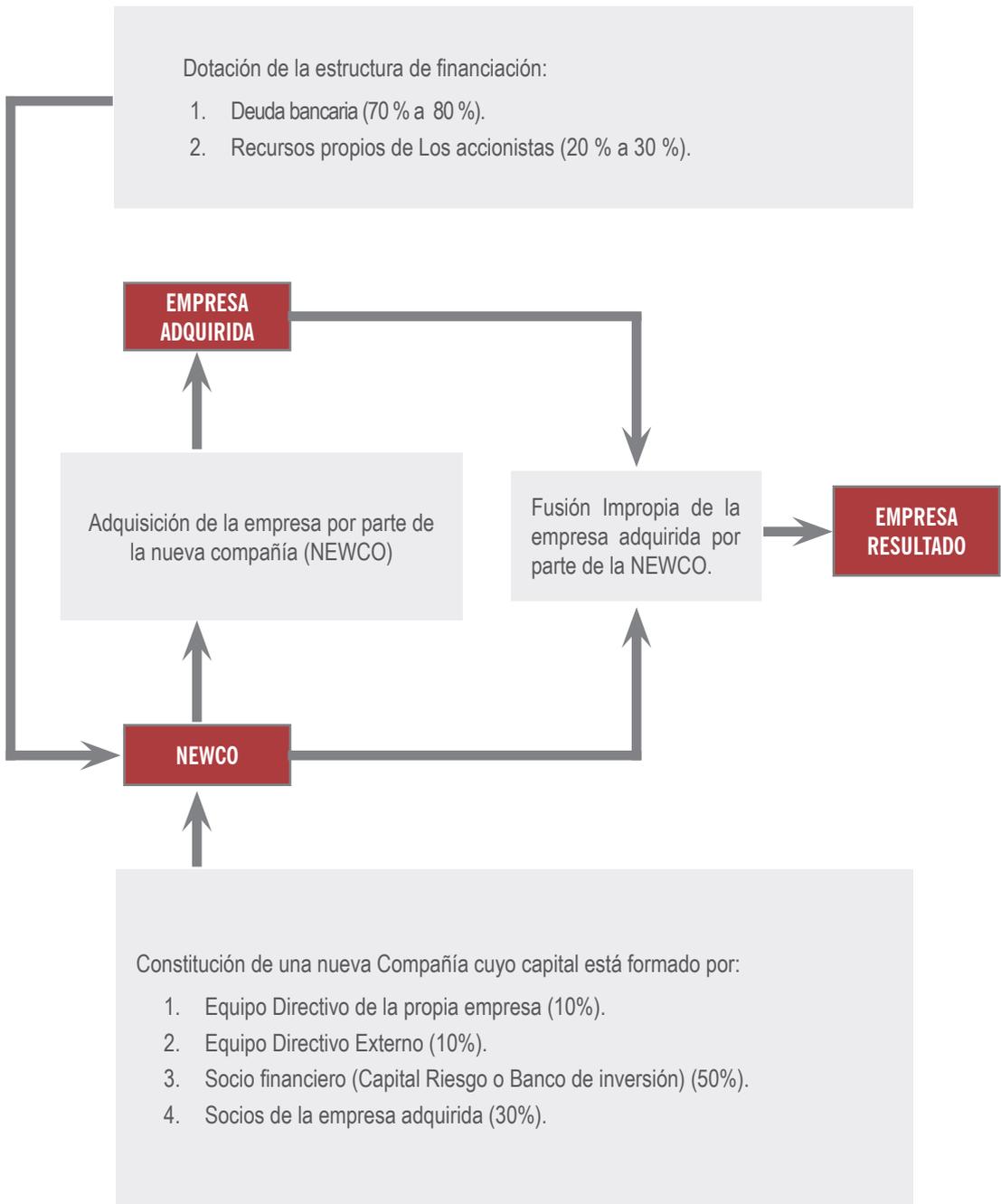
RECUADRO 2

Activo	Pasivo
Acciones Empresa Objetivo	Capital
	Deuda de Adquisición

RECUADRO 3

Activo	Pasivo
Activos de la empresa adquirida	Capital
Fondo de Comercio (Diferencia entre valor de adquisición de las acciones por parte de la NEWCO y el Valor Neto Contable de la empresa adquirida)	Pasivos de la empresa adquirida
	Deuda de Adquisición

En el siguiente esquema se muestra gráficamente la ejecución práctica para el caso de una operación BIMBO.



# LOS MERCADOS DE CAPITALES Y EL COSTE DEL DINERO EN LA REFERENCIA DE LAS PYMES

## 10

Las Pequeñas y Medianas Empresas, en la mayoría de casos, están sometidas a unas condiciones de financiación restrictivas. Su menor tamaño, motivado normalmente por la insuficiencia de recursos propios, les expone a tener que soportar un mayor coste de los recursos de financiación ajenos, a tener una gran dependencia de la financiación a corto plazo y, normalmente, a tener que prestar garantías complementarias para cubrir la garantía de los riesgos del apalancamiento.

La elección del instrumento de financiación óptimo, aquel que mejor se adapta a las características y necesidades del negocio cuyo desarrollo se pretende financiar, viene condicionada tanto por la naturaleza como por la situación en la que se encuentre el mismo. Por ello se recomienda clasificar previamente los negocios a financiar en función de dos factores:

### 1. Tamaño de la empresa a financiar:

**MEDIANAS EMPRESAS:** Las que ocupan a menos de 250 personas y cuyo volumen de negocios anual no excede de 50 millones de euros o cuyo balance general anual no excede de 43 millones de euros.

**PEQUEÑAS EMPRESAS:** Empresa que ocupa a menos de 50 personas y cuyo volumen de negocios anual o cuyo balance general anual no supera los 10 millones euros.

**MICROEMPRESAS:** Empresa que ocupa a menos de 10 personas y cuyo volumen de negocios anual o cuyo balance general anual no supera los dos millones de euros.

## 2. Ciclo de vida de la empresa a financiar

**PROYECTO EN SITUACIÓN DE ARRANQUE:** La empresa se encuentra en una fase inicial, contando con poca experiencia comercial y empresarial.

**PROYECTO EN SITUACIÓN DE DESARROLLO:** La empresa está consolidada y se encuentra en un proceso de expansión.

**PROYECTO EN SITUACIÓN DE MADUREZ:** La empresa ha alcanzado su masa crítica y posición en el mercado.

## 10.1 FUENTES DE FINANCIACIÓN

Señalamos cinco grandes grupos, diferenciados en función del origen de los fondos aportados:

### 10.1.1 LA FINANCIACIÓN PROPIA

Son los recursos que los socios ponen a disposición del proyecto empresarial tanto en el momento fundacional como en posteriores ampliaciones de capital. Tienen la consideración de aportaciones permanentes de capital, y por tanto, no retornables.

### 10.1.2 LA FINANCIACIÓN BANCARIA

Son los recursos financieros que las entidades bancarias facilitan a los empresarios/as de forma no permanente, y por tanto, con carácter retornable. Se firma un contrato entre la entidad financiera y la empresa por el que:

- La entidad financiera entrega (contrato de préstamo) o pone a disposición (contrato de crédito) de la empresa una determinada cantidad de dinero.
- La empresa se compromete a la devolución de la mencionada cantidad así como al abono de los intereses pactados, en los plazos acordados.

Podemos clasificar esta fuente de financiación en función, entre otros, de los siguientes criterios:

#### Plazo de devolución

- Financiación a corto plazo si el plazo de devolución es inferior a un año o igual.

- Financiación a largo plazo si el plazo de devolución es superior a un año.

#### Finalidad de la financiación recibida

- Financiación específica si se aplica a la financiación de un elemento concreto.
- Financiación genérica si se aplica con carácter general a financiar el funcionamiento global de la actividad.
- La obtención de financiación bancaria requiere de la aprobación del comité de riesgos de la entidad financiera, por lo que su obtención está supeditada al cumplimiento de una serie de requisitos, garantías, plazos de amortización, etc.

### 10.1.3 EL CRÉDITO COMERCIAL

Financiación obtenida por el aplazamiento del pago a proveedores y acreedores comerciales en las relaciones que la empresa establece con ellos.

Se concede en función de la confianza que los acreedores depositan en la empresa y en la capacidad de ésta para cumplir con sus obligaciones de pago al llegar los vencimientos pactados.

Su obtención no requiere el cumplimiento de requisitos especiales por parte de la empresa, ni supone coste específico alguno. El coste que se deriva para la empresa se concreta en la pérdida de descuentos por pronto pago en el caso de que el proveedor o acreedor así lo establezca.

### 10.1.4 LAS FINANCIACIONES ESPECIALIZADAS

Son fuentes de financiación por lo general alternativas a la financiación bancaria y que ponen a disposición de la empresa fondos para situaciones concretas y específicas en las que los sistemas convencionales no se adaptan con facilidad a las necesidades del empresario.

Entre otras, podemos mencionar las siguientes:

- Préstamos participativos
- Cuentas en participación
- Emisión de empréstitos

- Sociedad de garantía recíproca
- Sociedad de Capital Riesgo
- Business Angels
- Capital-Semilla público

### 10.1.5 LAS SUBVENCIONES

Son aportaciones de organismos públicos (locales, regionales, nacionales y comunitarios) con el objetivo de potenciar la actividad empresarial en general y sectorial en particular. Podemos clasificar las subvenciones en función, entre otros, de los siguientes criterios:

- Condiciones de devolución
- No retornables
- Retornables
- Finalidad

Subvenciones de capital si se aplican a la adquisición de elementos de activo fijos concretos tales como, maquinaria, equipos informáticos, etc.

Subvenciones de explotación si se aplican de forma general al desarrollo de la actividad.

## 10.2 CONSEJOS PRÁCTICOS PARA LA ELECCIÓN DE LA FINANCIACIÓN ADECUADA

Cuando desde una perspectiva empresarial se analiza la mejor forma de financiar un negocio, es aconsejable realizar un estudio detallado de la situación actual de la empresa y de las magnitudes económicas previstas derivadas de la puesta en marcha del mismo. Así, con carácter general, se aconseja realizar las siguientes acciones:

Analizar la trayectoria pasada de la empresa y su posición actual, identificando: fortalezas y debilidades, calidad del producto frente a la competencia, competitividad de su precio, canal de acceso a los clientes potenciales y tecnologías aplicadas al producto.

Partiendo de la posición actual de la actividad empresarial, se debe elaborar unas proyecciones económicas de la evolución del negocio que sean realistas, prudent-

es y alcanzables. La tendencia proyectada en el tiempo debe contemplar la variación prevista en las principales magnitudes económicas de la actividad derivada de la puesta en marcha del proyecto analizado.

Confirmada la evolución favorable de la actividad por la puesta en marcha del proyecto considerado, y una vez cuantificados los recursos económicos que precisa el mismo, se debe identificar el instrumento financiero más adecuado a las características del mismo.

Es habitual encontrarse en la práctica diaria situaciones en donde el análisis de la situación es muy superficial y suele ser ésta, en muchos casos, la razón por la que la búsqueda de financiación es infructuosa y un auténtico quebradero de cabeza. A continuación se exponen unas guías de actuación en función de la vía de financiación que mejor se adapte a la situación y necesidades de la empresa:

Si se considera que la vía de capital es la más adecuada para el negocio, es recomendable realizar un buen plan de negocio que permita captar el interés de los inversores.

Si por el contrario la deuda bancaria es la más adecuada, se deben generar relaciones de confianza con las entidades financieras con las que se trabaja habitualmente, se debe contar al banco todo el proyecto para que este último pueda creer en él.

Si el crédito comercial es la solución, se aconseja cumplir siempre con los proveedores y acreedores, a los efectos de poder ir alargando paulatinamente el plazo de pago.

Si la financiación especializada es la mejor opción, no hay que perder el tiempo, ya que cada institución de este tipo tiene un perfil de negocio muy concreto para financiar. Se debe buscar la opción más adecuada para cada caso.

Si por último la subvención es la alternativa elegida, se debe tener en cuenta que esta fuente aporta los fondos a posteriori de la ejecución del proyecto, por lo que no es apropiada para las necesidades de financiación de los momentos iniciales de un negocio. La subvención debe ser un apoyo y no la razón de ser de la empresa.

# 11

## CONCLUSIONES

A lo largo del presente trabajo se ha intentado llevar a cabo un recorrido por las geografías generales de los procesos de valoración y de compra – venta de empresas que se están llevando a cabo en los últimos tiempos, intentando destacar las particularidades que se introducen en dichos procesos cuando estamos hablando de PYME.

Como se ha podido comprobar, se trata de un campo multidisciplinar que tiene como consecuencia un proceso altamente complejo, dado que involucra a todas las áreas de la empresa, como son las finanzas, los recursos humanos, la producción, la logística, el marketing, etc, pero especialmente, porque se trata de un proceso en el que las personas son el principal condicionante. Es el factor humano el que posibilita que las empresas se trasformen y que surja la necesidad bien de valorar, de vender o de comprar una empresa.

Otro punto clave que se puede extraer del estudio es la diferencia entre las nociones de valor y precio. El valor se puede considerar como la importancia que concedemos a los bienes para la satisfacción de nuestras necesidades. El estudio del valor económico está, pues, íntimamente ligado a los fenómenos fundamentales de la economía, y como tal, al de las empresas por ser pieza clave de la misma. En cambio, el precio, es la expresión del valor de una cosa, se considera como el punto que se fija como referencia para efectuar la entrega de un bien o servicio a cambio de una contraprestación.

Es por ello de vital importancia distinguir los dos conceptos, que en la mayoría de casos se emplean de forma indistinta. Si esta reflexión la trasladamos al campo de la compra – venta de empresas se puede llegar a la conclusión de que los métodos que se emplean para la valoración de las compañías son un medio y no un fin en sí mismos.

Esta es una de las cosas que los profesionales y empresarios que se enfrenten a la tarea de valorar una empresa deben tener en cuenta, los métodos de valoración de empresas son una herramienta que se deberán emplear para comparar, en la medida de lo posible, el valor percibido de la empresa con el precio pagado por la misma.

Si tenemos claros los dos conceptos, tendremos mucho camino andado para desarrollar el trabajo con diligencia y precisión, ya que, cuando nos sentemos como parte vendedora, intentaremos maximizar el precio de venta por encima del valor percibido, maximizando de ese modo el beneficio para el accionista, mientras que, si lo hacemos como parte compradora, intentaremos minimizar el precio de compra por debajo del valor percibido, minimizando con ello el coste de la operación.

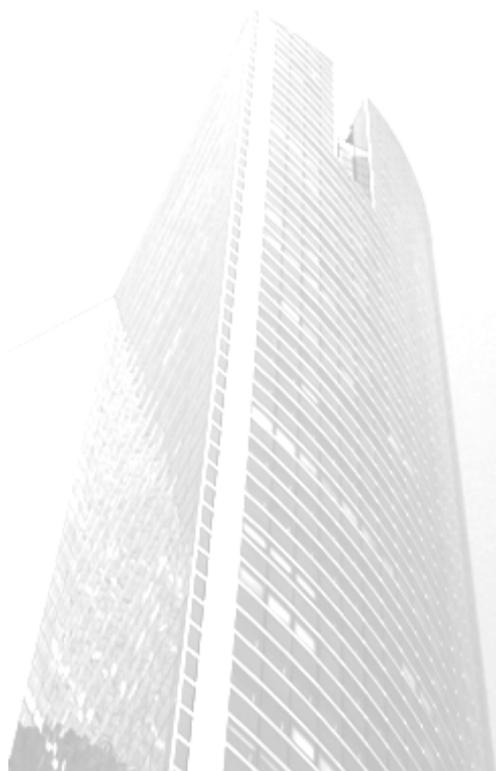
En definitiva, el campo de la valoración de empresas en el marco de las operaciones de adquisiciones y venta compañía se puede considerar una materia bastante reciente de la economía a nivel micro, si bien, en los últimos años se ha profundizado en gran medida en el tema, dada la evolución reciente de los mercados, en los que cada vez son más frecuentes los procesos de concentración empresarial.

Siempre en el marco de las PYME la Unión Europea se ha mostrado especialmente sensible, dada la importancia que este tipo de entidades tiene para el empleo y la productividad de su área de influencia. Desde los años 90, la Comisión, y las consecuentes ratificaciones del Parlamento Europeo, han concretado políticas financieras y fiscales de ayuda, tendentes a hacer sostenible el negocio familiar del mundo de las PYME. La correcta valoración de las mismas como unidades de negocio en marcha, resulta igualmente importante para garantizar

su continuidad frente a su destrucción por el proceso desmembratorio que toda partición sucesoria puede implicar.

No nos ha sido posible, como ya hemos anticipado, abordar todas las áreas sensibles, ni siquiera la mayoría seguramente, de esta geografía temática, sin duda alguna los factores fiscales, financieros y jurídicos merecen un papel que desde luego no hemos incorporado en nuestro trabajo por aquello de considerarlo como primer paso hacia mayores labores de actuación y profundización en el tema.

Esperamos que el trabajo haya cumplido con el objetivo planteado al inicio del mismo. Evidentemente no estamos ante un texto definitivo, ya que cada persona que llegue a leer el mismo podrá aportar su grano de arena para mejorar los aspectos que se hayan podido pasar por alto, y como lo último que se pretende es cansar al lector, no nos queda otra cosa que concluir el documento con el deseo que se haya podido aportar un pequeño grano de arena al inmenso desierto de conocimientos que constituye la materia de valoración de empresas.





Financiado por:

