

La valoración de empresas

Apellidos, nombre	Guijarro, Ester (esguitar@doe.upv.es) Babiloni, Eugenia (mabagri@doe.upv.es) Canós-Darós, Lourdes (loucada@omp.upv.es) Santandreu Mascarell, Cristina (crisanma@omp.upv.es)
Departamento	Departamento de Organización de Empresas
Centro	Universitat Politècnica de València

1 Resumen de las ideas clave

En este artículo se presenta el concepto de la valoración de empresas, haciendo un repaso de la evolución que ha sufrido este concepto a lo largo del tiempo. Además, se presenta de forma detallada cuál es la diferencia entre valor, precio y coste, pues en algunos contextos pueden confundirse o tratarse como sinónimos cuando no lo son, tal y como se expondrá más adelante. Para completar este objeto de aprendizaje, también se presenta al lector un listado de razones que justifiquen la necesidad de calcular el valor de una empresa, distinguiendo entre razones de índole interna de la propia empresa y razones externas. Para finalizar, se presentan los elementos que intervienen en la valoración empresarial.

2 Introducción

En el entorno de la moderna teoría financiera, conocer el valor de una empresa y los parámetros que lo determinan resulta fundamental si se pretende llevar a cabo una gestión exitosa de la misma. De este modo, puede establecerse una priorización argumentada entre las distintas alternativas posibles, que permita una adecuada toma de decisiones con el objetivo principal de generar valor para el accionista.

La necesidad de la valoración viene justificada por razones de gestión que tienen su origen tanto en el ámbito interno como externo. Por un lado, conocer el valor de la empresa permite a sus gestores disponer de un apoyo objetivo que les ayude a tomar decisiones o analizar la evolución de su propia gestión. En otras ocasiones, la valoración se utiliza para resolver determinadas operaciones societarias, como ampliaciones de capital, adquisiciones, procesos de fusión y/o escisión, salida a bolsa, entre otras (Damodaran, 2002; Hitchner, 2006). En el caso de las entidades financieras, conocer el valor de la empresa resulta fundamental para decidir las condiciones de financiación de las empresas clientes.

Pero, ¿qué se entiende exactamente por valoración empresarial? En este objeto de aprendizaje se presenta este concepto exponiendo además su aplicabilidad en la gestión empresarial y las razones que lo justifican.

3 Objetivos

Una vez que el estudiante se lea con detenimiento este documento, será capaz de:

- Describir el concepto de valoración aplicado al ámbito empresarial.
- Diferenciar los conceptos de valoración, precio y coste.
- Identificar las razones que justifican la necesidad de valorar una empresa.
- Distinguir entre causas internas y externas para la valoración.
- Describir los elementos que intervienen en la valoración empresarial.

4 ¿Qué se entiende por valoración de empresas?

Acudiendo a la literatura sobre valoración, y concretamente, sobre la valoración de empresas, aparecen numerosas definiciones de lo que se entiende por valorar. Este concepto ha evolucionado con el tiempo y se ha ido matizando hasta lo que actualmente se entiende por valoración empresarial. En sus inicios, ésta se consideraba como un aspecto de la ciencia aplicada que proporcionaba criterios para estimar valores cuando los precios no eran transparentes (Ballester, 1991). (Alonso e Iruretagoyena, 1995) matizaban más aún, entendiéndola como la parte de la economía que tiene por objeto la estimación de uno o varios valores de cada bien, tomando como base ciertas hipótesis previas (previsiones de inflación, estimaciones de plusvalía, expectativas, etc.), con vistas a determinados fines (asesoramiento, inversión, compraventa, herencias, etc.) y mediante procesos de cálculo basados en informaciones de carácter técnico-económico (ingresos, gastos, antigüedad, etc.) que sirven de base para la determinación de los correspondientes valores.

Para (Caballer, 1994) la valoración de empresas era "aquella parte de la economía cuyo objeto es la estimación de un determinado valor o valores de una empresa, con arreglo a unas determinadas hipótesis, con vistas a unos fines determinados y mediante procesos de cálculo basados en informaciones de carácter técnico y económico".

En los últimos años, los estudios sobre valoración han ido aumentando a consecuencia del acelerado proceso de cambio y globalización que sufre la economía. La creación de valor para el accionista y la medición continua de dicho valor se han convertido en una necesidad dentro de la empresa. Por todo esto, las definiciones de valoración se han concretado más, incluyendo la utilidad que proporciona, así como la influencia de variables internas y externas de la empresa. Para Fernández (2004), la valoración de una empresa es un ejercicio de sentido común que requiere unos pocos conocimientos técnicos; siendo ambos necesarios para no perder de vista:

- ¿Qué se está haciendo?
- ¿Por qué se está haciendo la valoración de determinada manera?
- ¿Para qué se está haciendo la valoración?
- ¿Para quién se está haciendo?

Según las Normas Internacionales de Valuación (2005), la valoración no es más que el proceso de estimación de valor; mientras que (AECA, 2005) la define como aquel proceso por el que se asigna valor a los bienes, tratando de determinar el grado de utilidad que reportará al usuario o propietario. Según esto, la valoración de empresas es el proceso que se sigue para determinar su valor para los usuarios, propietarios o inversores.

En definitiva, puede decirse que la valoración de empresas consiste en aplicar una serie de métodos que permitan cuantificar, de forma razonada, la capacidad futura de la empresa para generar rentas a partir de sus variables explicativas. Es decir, es aquel proceso que se utiliza para cuantificar los elementos que constituyen el patrimonio de una empresa, su actividad, su potencialidad o cualquier otra característica de la misma susceptible de ser valorada (del Álamo y Alvear, 2003).

Algunos autores incluyen incluso un matiz subjetivo a la valoración empresarial. Según éstos, cuando se valora una empresa no suele determinarse un valor

concreto, sino un intervalo razonable dentro del cual estará el valor definitivo. Su objetivo no siempre es determinar el valor de mercado sino determinar el valor intrínseco del negocio, y de ahí que se considere el valor como una opinión, dada la subjetividad que existe en su estimación.

5 Diferencias entre valor, coste y precio

En muchas ocasiones el concepto de valor se confunde con el de precio, e incluso, con el de coste, de ahí que sea necesario definir qué se entiende exactamente por cada uno de ellos.

La Real Academia de la Lengua Española define el **valor**, en su primera acepción, como el grado de utilidad o aptitud de las cosas para proporcionar bienestar o deleite o para satisfacer necesidades. Desde una perspectiva económica, el valor de una empresa es el grado de utilidad que dicha empresa provee a sus propietarios o usuarios (AECA, 2005). Es importante tener en cuenta que la determinación del valor parte de la aplicación de una serie de hipótesis, de modo que nunca será una cifra única si se consideran varios oferentes y demandantes, ya que cada uno de ellos aplica unas hipótesis distintas y da más importancia a unas cosas que a otras. Sólo será único si se refiere a un único comprador o un único vendedor (Castaño, 2008).

Según las NIV (Normas Internacionales de Valuación), el valor es aquel concepto económico que se refiere al precio que con mayor probabilidad realizarán la transacción los compradores y vendedores de un bien o servicio disponible para su adquisición. Desde esta perspectiva, el concepto económico del valor refleja la opinión del mercado sobre los beneficios que obtendrá quien posea el bien o reciba los servicios en la fecha efectiva de la valoración, entendiendo por mercado el entorno en el que se comercializan bienes y servicios entre compradores y vendedores a través de un mecanismo de precios. Obviamente, si se desea determinar el valor de un bien o servicio de la forma más aproximada posible, las condiciones de mercado deben ser de competencia perfecta.

El valor de una empresa depende de varios factores. Por una parte, vendrá determinado por sus activos, así como por la valoración subjetiva que realiza cada parte implicada en el proceso de negociación. ¿Significa esto que el valor del negocio dependerá sólo del momento presente y del futuro de la empresa? En realidad no, pues a pesar de que generalmente se utilizan predicciones de las rentas futuras, no debe olvidarse el pasado de la empresa, ya que sobre él se constituirá su futuro.

El valor de cualquier cosa suele transformarse a unidades monetarias para facilitar de este modo su transacción. Pero esta conversión ha dado lugar en muchas ocasiones a que se confunda el concepto de valor con el de precio, e incluso, con el de coste.

El **precio** puede definirse como el valor de equilibrio entre un comprador y un vendedor a la hora de hacer un intercambio, es decir, lo que se paga por el bien en el mercado (AECA, 2005). El precio será, pues, el resultado de una transacción concreta sobre un bien o derecho, en unas circunstancias también concretas (Sanjurjo y Reinoso, 2003) y que dependerá de factores relacionados con el comprador, con el vendedor o por circunstancias completamente exógenas. Por tanto, el precio de venta es un hecho histórico y sólo cuando se intercambia el bien o servicio por una cantidad monetaria, puede conocerse.

¿Cuáles son pues las diferencias entre precio y valor? Las mayores diferencias entre ambos conceptos vienen determinadas por la relación que existe entre el número de vendedores y el de compradores en un determinado mercado. Si el número de vendedores es igual o superior al de compradores, el precio será generalmente inferior al valor. Mientras que si se da la situación contraria, los precios normalmente son superiores al valor (del Álamo y Alvear, 2003).

Por tanto, el precio se determina cuando oferente y demandante llegan a un acuerdo de intercambio. El valor, por contra, sólo puede establecerse unilateralmente, o por el oferente o por el demandante, y para conocerlo no es necesario que se produzca el intercambio. Aunque ambos coinciden en la unidad en que se mide, monetaria, no tiene por qué ser igual en los dos casos.

En cuanto al último concepto, el **coste**, se entiende que es una medida de la cuantía de recursos empleados para producir un bien o servicio, de modo que cuanto más complejo sea este bien, más difícil resulta determinar su coste (AECA, 2005). Las NIV lo definen como la cantidad exigida para crearlo o producirlo. Una vez el bien haya sido elaborado, o el servicio prestado, el coste se convierte en un hecho histórico, de modo que el precio pagado por el bien es el coste para el comprador.

Cada uno de estos conceptos puede relacionarse con un momento del tiempo distinto. Según el instante en que se producen, podría decirse que el coste pertenece al pasado, el precio al presente y el valor al futuro (Castaño, 2008). Tanto el coste como el precio tienen certeza absoluta, pero el valor es supuesto debido a que está muy relacionado con la subjetividad del valorador y es incierto, ya que depende del futuro.

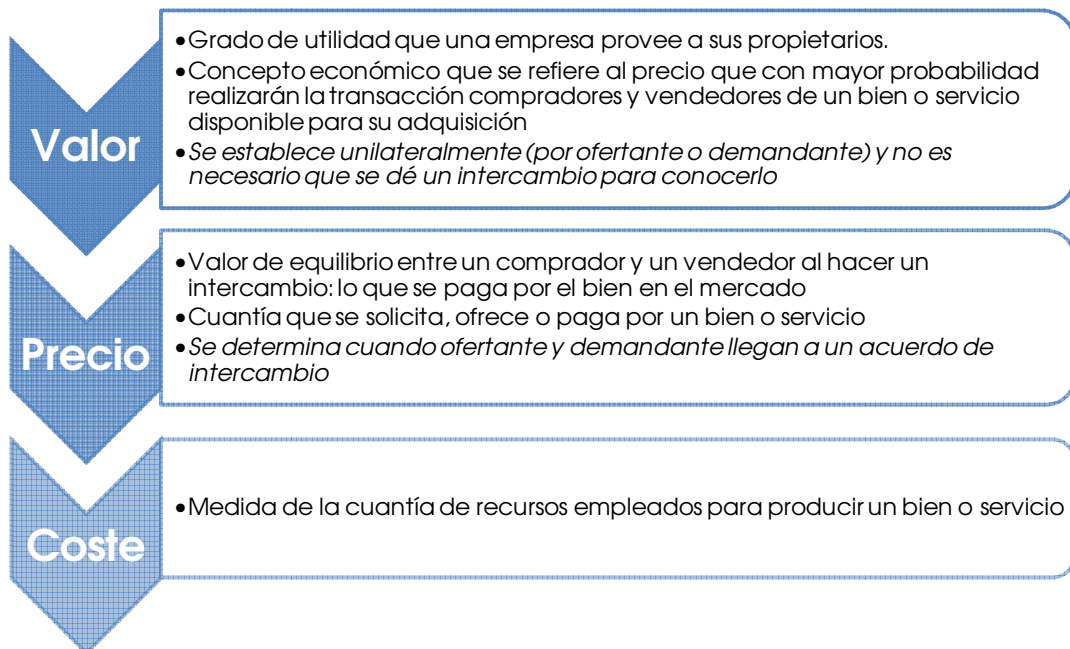


Figura 1. Resumen de las diferencias entre valor, precio y coste

6 ¿Cuándo es necesario valorar una empresa?

Una vez definida la valoración de empresas y entendida su diferencia con el precio y el coste, la siguiente cuestión a abordar es ¿en qué ocasiones será necesario conocer el valor de una empresa? Son muchas las ocasiones en las que es necesario valorar una empresa. Generalmente, los gestores acuden a la valoración para disponer de un apoyo objetivo que les ayude a tomar decisiones o analizar la situación de la empresa. En otras ocasiones, la valoración se utiliza para poder realizar distintas operaciones societarias, como ampliaciones de capital, fusiones, adquisiciones, etcétera. Por tanto, los motivos que impulsan esta valoración pueden ser tanto internos como externos. Veámoslos en detalle:

6.1 Motivos internos

Engloba todas aquellas razones en las que la valoración se lleva a cabo simplemente por motivos internos de la propia empresa, es decir, cuando el objetivo no es la venta de la compañía. Generalmente es una valoración realizada por los propios gestores de la empresa para poder disponer de más información acerca de la situación real de la compañía. Este tipo de valoración suele tener varios objetivos (del Álamo y Alvear, 2003), entre otros:

- Conocer la situación del patrimonio en un momento dado, así como su evolución en una escala de tiempo.
- Examinar los resultados de la gestión llevada a cabo por los directivos.
- Definir las políticas de dividendos.
- Analizar la viabilidad de una posible emisión de deuda.
- Razones puramente legales.
- En situaciones de herencia o sucesión del negocio.
- Conocer cuál es la capacidad de endeudamiento de la empresa.
- Considerar posibles ampliaciones de capital o reestructuraciones del mismo.
- Si se desea comprar o vender acciones en la Bolsa.

6.2 Motivos externos

En este caso, la valoración de la compañía no se hace por motivos puramente informativos, sino que permite conocer y demostrar el valor de la empresa ante personas ajenas a la misma. Habitualmente, la valoración por motivos externos se realiza en las siguientes circunstancias:

- **Transmisión de la propiedad.** Puede transmitirse toda la empresa o sólo una parte de ella. En este caso se obtienen dos tipos de valores, el teórico por acción (cociente del valor total de la empresa y el número de acciones) y el valor práctico (cuota de poder que otorgan las acciones adquiridas).
- **Operaciones de MBO (Management Buy Out) o LBO (Leveraged Buy Out).** Estas dos operaciones corresponden a la adquisición de la empresa por un grupo de inversores especiales.

- **Fusiones y Adquisiciones.** En estos casos el valor de la empresa se genera por pronósticos de los futuros flujos de caja. Por tanto, un sistema de valoración bien definido será la clave para minimizar el riesgo de adquirir una empresa poco atractiva o pagar demasiado por la misma.
- **Solicitud de deuda.** Cuando una empresa acude a las entidades financieras para solicitar un préstamo, éstas suelen analizar la capacidad de la compañía para hacer frente a sus obligaciones. Para ello estudian, entre otras cosas: los flujos de caja futuros, el valor de los activos de la empresa, la capacidad gestora de los directivos, la situación de endeudamiento y su capacidad de solvencia o las expectativas futuras, tanto de la empresa como del propio sector.
- **Privatización de empresas públicas.** Para privatizar empresas públicas suelen emplearse 3 técnicas: (i) la venta a un comprador privado, (ii) la venta a directivos y/o empleados de una sociedad y (iii) la venta de las acciones en Bolsa. En todas ellas, es necesario conocer el valor de la empresa.
- **Participación en una empresa.** Esta operación se conoce como Capital Inversión, Capital Riesgo, *Private Equity* o *Venture Capital*. Esta inversión se utiliza como medio de apoyo a nuevas empresas o para potenciar el crecimiento de compañías ya establecidas. Una empresa participa, temporalmente y de forma minoritaria, en el capital de otra no cotizada ofreciendo financiación alternativa a los préstamos a corto plazo. Con esta ayuda de inversión, la empresa debe crecer y aumentar su valor de mercado, de este modo, cuando el capitalista venda su participación puede obtener una plusvalía. A diferencia de los prestamistas o inversores bursátiles, la empresa capitalista no es un simple socio pasivo, sino que se involucra en la actividad empresarial, pero dejando a los directivos de la otra empresa la gestión de los procesos operativos diarios.

7 Elementos que intervienen en la valoración

Como se ha explicado, la valoración de empresas no se utiliza para determinar el precio ni el coste de ellas. En el caso de que exista una transacción, el precio lo determinarán el comprador y el vendedor cuando se produzca el intercambio real. Por su parte, el coste se determina a través de la agregación de aquellos factores que se incorporan al negocio a lo largo de su vida y que queda recogido en los libros contables. Según (AECA, 2005) en el proceso de valoración intervienen 3 elementos:

- El *objeto* de valoración, que en el caso de la valoración empresarial, será la compañía que se desea valorar.
- El *valorador*, que es aquella persona o personas expertas, tanto físicas como jurídicas, que aplican los métodos de valoración para determinar el valor de la empresa.
- El *contexto* o las circunstancias que se dan en el momento en que se desarrolla la valoración.

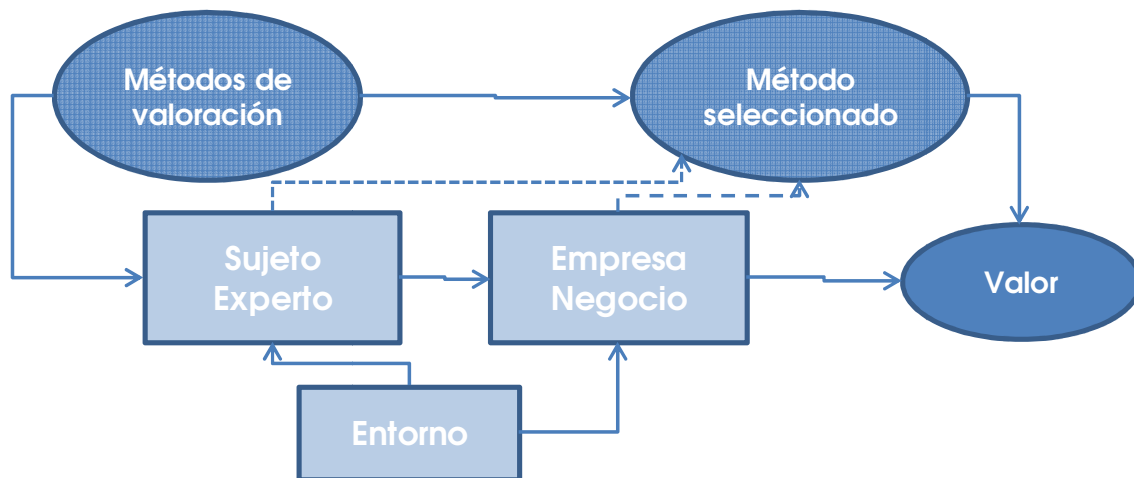


Figura 2. Elementos del proceso de valoración (AECA, 2005).

8 Cierre

A lo largo de este objeto de aprendizaje se han presentado las razones que justifican realizar la valoración de una empresa, que bien puede ser por motivos puramente internos y organizativos (tener información para la toma de decisiones de gestión) o bien por motivos externos asociados a distintas actividades empresariales tales como escisiones, fusiones, adquisiciones, etc. En todos estos casos, es necesario conocer el valor de la empresa, pero ¿qué es realmente la valoración empresarial? En este objeto de aprendizaje se expone de forma detallada este concepto y cómo ha ido evolucionando en el tiempo según las necesidades que han ido surgiendo en la práctica empresarial. De hecho, se exponen también las diferencias entre el valor de una empresa y su precio o coste, pues existe cierta confusión que lleva asociada una mala valoración empresarial. En este sentido, es importante recordar que el valor se determina de forma unilateral y que para su determinación no es necesario que se dé ningún intercambio (de ahí que existan motivos internos que justifiquen la necesidad de su cálculo). En cambio, el precio es un valor cierto que se determina cuando ofertante y demandante realizan dicho intercambio, siendo por tanto una cifra conocida y única.

Es evidente pues que el valor lleva asociado un grado de subjetividad. De hecho, el valor de un bien o servicio puede calcularse como una función de la utilidad que tenga para los usuarios (U) y su coste (C)(AECA 2005):

$$V=f(U;C)$$

Es decir, el valor se entiende como un concepto subjetivo, pues depende de la utilidad, que por definición lo es, y del coste, que puede ser relativo según el momento en que se mida. En cualquier caso, en todo proceso valorativo interviene un sujeto que, a partir de unos conocimientos previos, que por definición son limitados, interpreta la realidad del entorno, de ahí su subjetividad. Conocer esta limitación es importante para poder tomar medidas que minimicen el efecto de la misma. Para ello existen métodos que ayudan a disminuir la subjetividad en la valoración, aunque no pueda eliminarse completamente, como la realización de análisis muy rigurosos sobre los datos de partida, la combinación de varios métodos, o la consideración de opiniones de expertos (Sanjurjo y Reinoso, 2003).

9 Bibliografía

9.1 Libros, tesis y artículos:

AECA (Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas): "Valoración de Pymes. Documento nº 7 de Valoración de empresas", 2005, Madrid.

Alonso R.; Iruretagoyena T.: "Valoración agraria: conceptos, métodos y aplicaciones", Ed. Mundi-Prensa, 1995.

Asociación Profesional de Sociedades de Valoración (ATASA); Unión Panamericana de Asociaciones de Valuación (UPAV): "Normas internacionales de valuación", 2005.

Ballester, E.: "Métodos evaluatorios de auditoría", Ed. Alianza Editorial, 1991.

Caballer, V.: "Métodos de valoración de empresas" Ed. Pirámide, 1994.

Castaño, C.: "Valoración de pequeñas empresas: una aplicación a la marca "denominación de origen dehesa de Extremadura"". Tesis doctoral, Universidad Nacional de Estudios a Distancia, 2008.

Damodaran, A. "Investment Valuation", Ed. Wiley, 2nd edition, 2002.

Del Álamo Molina, V.; Alvear Trenor, L.: "Principales métodos de valoración". Sanjurjo, M.; Reinoso, M.: "Guía de valoración de empresas", Ed. FT/Prentice, 2003.

Fernández, P.: "Valoración de empresas", 3ª edición. Ed. Ediciones Gestión 2000, 2004.

Hitchner, J.R.: "Financial Valuation", Ed. Wiley, 2nd edition. 2006.

Sanjurjo, M.; Reinoso, M.: "Guía de valoración de empresas", Ed. Prentice Hall, 2003.