



Métodos tradicionales de 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 presentan las características básicas de los métodos clásicos de valoración de empresas. Previamente se exponen diversas clasificaciones de los métodos existentes en la literatura atendiendo a distintas variables como pueden ser su evolución temporal, la incorporación de la incertidumbre, la información utilizada por el valorador, la existencia de comparables, etc. Por último, se resumen las principales ventajas e inconvenientes de cada método de modo que a la hora de escoger el mismo se conozcan los riesgos asociados a cada uno de ellos.

2 Introducción

Muchas son las ocasiones en las que es necesario calcular el valor de una empresa, entre otras, en los procesos de fusiones, escisiones, adquisiciones, salidas a bolsa o análisis de inversiones (García et al., 2008). La valoración de empresas puede entenderse como la ciencia aplicada en la que un tasador experto utiliza una serie de métodos valorativos que le permiten determinar el valor de un negocio a partir del estudio de sus variables explicativas. Para ello se emplean diversos modelos y métodos analíticos que permiten determinar el valor de la empresa (que no su precio). Si se entiende por empresa aquella unidad de producción de bienes y servicios cuyo fin es satisfacer los deseos y necesidades humanas; cuando se aplican los distintos métodos de valoración deben considerarse, no sólo los bienes y personas que la forman, sino también el sector, las tendencias de crecimiento del país, las relaciones internacionales, el desarrollo o utilización de nuevas tecnologías, las políticas de dirección, y en definitiva, todo aquello que pueda tener alguna influencia en el valor de la empresa.

Existe una gran variedad de métodos utilizados para desarrollar ese proceso valorativo. Éstos se han ido desarrollando, adaptando y mejorando a lo largo del tiempo para solventar los inconvenientes que tenían los primeros modelos. Del mismo modo, existen también numerosas formas de clasificar estos modelos, en función de la característica o variable que se considere. En este objeto de aprendizaje se presentan diversas clasificaciones, en función de la variable escogida y se detallan los métodos tradicionales empleados en la valoración empresarial.

3 Objetivos

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

- Justificar la necesidad de la existencia de métodos de valoración de empresas.
- Clasificar y comparar distintos métodos de valoración empresarial
- Describir las principales características de los métodos tradicionales de valoración de empresas
- Decidir cuál es el método valorativo más apropiado en función de la empresa objeto de valoración, instante y objetivo de la misma.

4 Clasificación de los métodos de valoración de empresas

Para poder determinar el valor de una empresa se emplean modelos y métodos analíticos, que son simples esquemas teóricos, generalmente en lenguaje matemático, de un sistema o de una realidad compleja que se elaboran para facilitar su comprensión y el estudio de su comportamiento (RAE, 22ª edición). Estos modelos permiten especificar las relaciones que existen entre las variables a través de expresiones matemáticas que simplifican la realidad. Pero debe estudiarse detenidamente todo el conjunto de variables explicativas, eligiendo aquéllas que se consideran principales y descartando las secundarias. Debido a esta selección, el modelo pierde precisión, pues no se considera toda la realidad y además, su objetivo es predecir el futuro, que es por definición incierto. Sin embargo esta pérdida de precisión no significa que el modelo pierda utilidad o calidad. Esta última la determinará la relación que hay entre las predicciones a las que se llegan y el coste en el que se incurre para su obtención (Castaño, 2008).

En la práctica valorativa, son diversos los enfoques metodológicos que han sido propuestos y utilizados, según las exigencias de información y medios tecnológicos necesarios para su aplicación. Todos estos métodos pueden clasificarse de diversas maneras, en función de la característica o variable que se considere (véase la Tabla 1).

(Viñolas y Adserà, 2003) proponen algunas clasificaciones de los métodos de valoración. Una primera puede hacerse distinguiendo aquellos que se basan en la contabilidad, para los que no existe incertidumbre ni variabilidad, de modo que no incorporan el riesgo, y los que se basan en las finanzas, que sí consideran la variable del riesgo.

Otra clasificación, y quizás la más extendida, distingue entre los métodos estáticos y los métodos dinámicos. Los primeros analizan el balance de la compañía en un momento determinado, mientras que los segundos analizan la capacidad que tienen la empresa para generar recursos en el futuro.

Otros autores clasifican los métodos de valoración entre los relativos, que determinan el valor de una empresa a partir de comparables, y los basados en el descuento de flujos, en los que se dispone de mucha más información para poder hacer previsiones de las rentas futuras. Estos últimos suelen utilizarse en operaciones financieras, mientras que los relativos son más empleados con empresas cotizadas.

Por último, otra clasificación es distinguir entre el descuento de flujos de caja, que se apoya en el cálculo del valor actual neto, y las metodologías de arbitraje, es decir, las opciones (Viñolas y Adserà, 2003).

Basados en la contabilidad	vs.	Basados en las finanzas
Estáticos	vs.	Dinámicos
Relativos (comparables)	vs.	Descuento de flujos
VAN (descuento de flujos)	vs.	Opciones

Tabla 1. Algunas clasificaciones de los principales métodos de valoración (elaboración propia a partir de (Viñolas y Adserà, 2003)).



Los distintos métodos de valoración también pueden clasificarse atendiendo a su evolución en el tiempo. En los primeros momentos, la valoración se basaba en la utilización de métodos contables, cuyo fin era determinar el valor de los activos. Sólo consideraban los elementos tangibles de la empresa, que se valoraban de forma independiente tomando su coste histórico o su valor actual. Más tarde, con el desarrollo de las nuevas tecnologías, las patentes y el nacimiento del I+D+i, empezó a ser necesario poder valorar también los aspectos intangibles, que a pesar de ser difícilmente cuantificables, era obvio que añadían valor a la compañía. Surgieron así nuevos métodos, que intentaban valorar la capacidad de la empresa para generar flujos de caja futuros. Ya no se estudiaban los activos de forma individual, sino que se estudiaba el negocio en su conjunto. Pero la aplicación de estos métodos llevó al desarrollo de una serie de hipótesis básicas, que aún hoy siguen utilizándose (Castaño, 2008):

1. El objeto de la valoración son empresas en funcionamiento con duración indefinida (que no infinita). Esta hipótesis no supone que una empresa en liquidación no tenga valor, sino que el valor de liquidación es distinto al valor del negocio.
2. Una empresa es un conjunto de bienes y factores, tangibles e intangibles, que trabajan conjuntamente, de ahí que no puedan ser evaluados de forma autónoma.
3. El valor de una empresa queda determinado por su capacidad para generar *cash flow*
4. El valor de una empresa está relacionado con sus características financieras: crecimiento, flujos de tesorería, nivel de endeudamiento y riesgo.
5. Sólo forman parte del negocio los activos que contribuyen a generar *cash flow*. El resto, aunque son parte del patrimonio, no lo son del negocio.
6. La empresa es capaz de generar información suficiente para poder estimar los flujos de caja futuros.

Hoy en día existen multitud de métodos de valoración (contables, valor de liquidación, de mercado, *Price Earning Ratio*, basados en los flujos de caja...) clasificados según autores de muy diversas maneras en función de la característica que se tome como referencia. Siguiendo la clasificación que aparece en la "Guía de valoración de empresas" publicada por Price Waterhouse Coopers (2003), que coincide además con lo publicado en la mayoría de la bibliografía, los métodos suelen clasificarse en (Tabla 2): (i) métodos simples, también conocidos como analíticos, (ii) métodos mixtos y (iii) métodos basados en múltiplos. ¿Qué los diferencian entre sí? Las características y aplicabilidad de cada uno de estos grupos se detallan en los apartados siguientes.

Métodos Simples o Analíticos	
Métodos Estáticos	Valor Contable Valor Neto Real Valor Sustancial Valor de Liquidación
Métodos Dinámicos	Descuento de Flujos de Caja Beneficios Descontados APV (Adjusted Present Value)
Métodos Mixtos	
Método Clásico Método de los Prácticos o Mixto Método Directo o Anglosajón Método de la UEC	
Métodos basados en Múltiplos	
PER Valor de mercado de las acciones sobre valor contable Valor de mercado de los activos / EBITDA Valor de mercado sobre otras variables	

Tabla 2. Clasificación de los principales métodos de valoración de empresas (elaboración propia).

5 Métodos simples o analíticos

Engloban todos aquellos métodos que consideran un único momento del tiempo, bien sea el presente, bien sea el futuro. Dentro de ellos se distinguen los métodos estáticos y los dinámicos:

5.1 Métodos Estáticos

Son aquellos que se basan en la situación actual de una empresa, sin tener en cuenta el futuro ni las oportunidades de crecimiento, para evitar así sus incertidumbres. Estudian el Balance de la empresa, para lo que han de valorar todos los activos a precio de mercado, de modo que durante el proceso de valoración se ajustarán aquellos elementos cuyo valor contable difiera del de mercado. Aunque actualmente prácticamente no se utilizan, pues sólo consideran el presente y el pasado de la empresa, obviando el futuro de la sociedad; a veces aún se emplean de manera residual en operaciones de compra-venta o como complemento a otros estudios. Los métodos estáticos más importantes son:

- Valor Contable
- Activo Neto Real
- Valor Sustancial
- Valor de Liquidación

5.2 Métodos Dinámicos

A diferencia de los anteriores, se basan en los posibles rendimientos futuros de la sociedad. Estos métodos no estudian el Balance, sino que analizan la proyección de la cuenta de resultados y las previsiones de tesorería de la empresa. El valor de la empresa se determina actualizando los rendimientos futuros que se esperan obtener. Los distintos métodos dinámicos se diferencian entre sí según la variable que se estima que mejor representa los rendimientos futuros, pudiendo ser los beneficios, los dividendos o los flujos de tesorería. Pero también los métodos dinámicos presentan ciertas limitaciones, como la falta de comparabilidad de los estados financieros, la incertidumbre que conlleva el establecimiento de hipótesis para poder calcular los rendimientos futuros, el comportamiento errático de los beneficios, la estimación de la tasa de descuento, etc. Dentro de estos métodos, los más utilizados son:

- Descuento de Flujos de Caja
- Beneficios Descontados
- APV (*Adjusted Present Value*)

6 Métodos mixtos

En la práctica empresarial solía suceder que, en la mayoría de las ocasiones, se combinaba la utilización de los métodos estáticos y los dinámicos para minimizar el efecto de las limitaciones de cada uno de ellos. De este modo surgieron los métodos mixtos, que consideran el presente y el futuro de forma conjunta. Por un lado, realizan una valoración estática de los activos de la empresa; y por otro, hacen un análisis dinámico tratando de cuantificar el valor que generará la empresa en el futuro. La principal novedad de estos métodos es la consideración del fondo de comercio, o *goodwill*, como un elemento más del valor de la empresa¹. Los principales métodos que pueden encontrarse en esta categoría son:

- Método Clásico
- Método de los Prácticos o Mixto
- Método Directo o de los Anglosajones
- Método de la UEC (Unión de Expertos Contables Europeos)

7 Métodos basados en múltiplos

También conocidos como métodos de referencia, son valoraciones que se obtienen a partir de una serie de comparaciones. Bien se comparan ratios de la propia empresa objeto de valoración a lo largo del tiempo; bien se comparan

¹ Se entiende por fondo de comercio aquel valor que tienen los bienes inmateriales de la empresa y que, a pesar de no estar reflejado en el balance, hace que el negocio tenga más valor o cierta ventaja frente a sus competidores

estos ratios con otras empresas similares. Para poder utilizarlo, el valorador ha de aceptar una serie de hipótesis. Por una parte, se asume que es el mercado quien fija correctamente el valor de las acciones en términos medios, aunque comete errores a nivel individual (AECA, 2005). Por otra parte, también se asume que el mercado corregirá los fallos con el tiempo, ajustando las posibles infravaloraciones o sobrevaloraciones. Obviamente, el principal inconveniente de esta metodología consiste en la selección de los elementos comparables, ya que para que el estudio tenga éxito debe tratarse de unidades lo más homogéneas posible. Dentro de este grupo, se encuentran, entre otros, los siguientes métodos:

- PER (*Price Earning Ratio*)
- Valor de mercado de las acciones sobre valor contable
- Valor de mercado de los activos / EBITDA
- Valor de mercado sobre otras variables.

8 Cierre

A lo largo de este objeto de aprendizaje se han presentado los métodos tradicionales utilizados para la obtención del valor de una empresa. Pero la pregunta lógica es ¿cuándo debe emplearse cada uno de ellos? La respuesta depende de cuándo y para qué se esté llevando a cabo la valoración. Cada uno de estos métodos presenta una serie de ventajas e inconvenientes que deben ser tenidos en cuenta a la hora de su elección práctica. La Tabla 3 resume las ventajas e inconvenientes de los métodos más empleados de cada grupo: el método del valor contable dentro de los modelos estáticos, el descuento de flujos de caja en el grupo de los métodos dinámicos, el método clásico mixto y el método PER perteneciente al grupo de métodos de múltiplos.

En líneas generales, las diferencias entre cada uno de ellos radica en, por un lado, la simplicidad o dificultad de su aplicación (con la consecuente incertidumbre asociadas) y por otro, en la cantidad de información que incorporan y que por tanto necesitan para su aplicación. Cada valorador debe elegir el método que mejor se adapte a las necesidades concretas de la valoración, sopesando los inconvenientes y ventajas de cada método para el objetivo perseguido. De este modo, el método del valor contable puede resultar muy útil para tener información en un instante de tiempo sobre la situación actual de una empresa pues es fácil de aplicar y como resultado se obtiene un valor objetivo. Sin embargo, no sería práctico para decisiones que estén relacionadas con el futuro de la empresa pues no incorpora el futuro en sus estimaciones.

Método	Ventajas	Inconvenientes
Método Estático: Valor Contable	<ul style="list-style-type: none"> - Método objetivo - Información fiable, clara y concisa 	<ul style="list-style-type: none"> - No considera el futuro, sólo tiene en cuenta presente o pasado - No considera los bienes intangibles - Valor contable distinto a valor patrimonial
Método Dinámico: Descuento de Flujos de Caja	<ul style="list-style-type: none"> - Tiene en cuenta el futuro - Incorpora el efecto de los bienes intangibles - Incluye el riesgo en la valoración 	<ul style="list-style-type: none"> - Para el cálculo de los flujos establece hipótesis que pueden cumplirse o no - Los flujos y la tasa de descuento son estimados
Método Mixto: Clásico	<ul style="list-style-type: none"> - Incorpora el fondo de comercio (elementos intangibles) 	<ul style="list-style-type: none"> - Dificultad en el cálculo del fondo de comercio: debe estimarse el multiplicador - Mayor dificultad en empresas con pérdidas o flujos de caja negativos
Método de Múltiplos: PER	<ul style="list-style-type: none"> - Información fiable: utilizan resultados pasados y futuros inmediatos - Acceso a gran cantidad de información - Considera activos tangibles e intangibles 	<ul style="list-style-type: none"> - Selección de empresas comparables - Necesidad de una gran muestra de empresas comparables - Cierta grado de incertidumbre y subjetividad

Tabla 3. Resumen de las ventajas e inconvenientes de los principales métodos de valoración.

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.



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.

García, F.; Guijarro, F.; Moya, I.: "La valoración de empresas agroalimentarias: una extensión de los modelos factoriales", 2008, Revista Española de Estudios Agrosociales y Pesqueros 217(1), 155-181.

Sanjurjo, M.; Reinoso, M. "Guía de valoración de empresas", Ed. Pearson Educación: Financial Times Prentice Hall, D.L., 2003.

Viñolas, P; Adserà, X.: "Principios de valoración de empresas". Ed. Deusto D.L., 2003.