

Publicaciones

Nº5

# Valoración, venta y adquisición de empresas



CENTRE  
METAL·LÚRGIC  
UPMBALL

	PÁGINA
<b>1 ASPECTOS PREVIOS</b>	<b>2</b>
1.1 CONSIDERACIONES GENERALES QUE PUEDEN INDUCIR A VALORAR UNA EMPRESA	2
1.2 PRINCIPALES RAZONES DE ÍNDOLE INTERNO	2
1.3 PRINCIPALES RAZONES DE ÍNDOLE EXTERNO	3
1.3.1. Principales motivos que pueden inducir a la venta, fusión, adquisición o absorción de empresas	4
1.3.2. Para vender una empresa	4
1.3.3. Para adquirir, fusionarse o absorber una empresa	5
1.3.4. Motivos coincidentes	5
1.4 EL EQUIPO DE NEGOCIACIÓN (Task-force)	5
1.4.1. Cuando la iniciativa parte del comprador	6
1.4.2. Cuando la iniciativa parte del vendedor	8
1.5 PRINCIPIOS FUNDAMENTALES PARA LA VALORACIÓN DE EMPRESAS	9
1.5.1. Consideraciones sobre la situación de la empresa a evaluar	10
1.5.1.1. Empresa en fase de liquidación	11
1.5.1.2. Empresa con resultados negativos	11
1.5.1.3. Empresa en normal funcionamiento	12
<b>2 MÉTODOS DE VALORACIÓN</b>	<b>13</b>
2.1 MÉTODOS ESTÁTICOS, BASADOS EN DATOS CONTABLES	13
2.1.1. Valor contable corregido	14
2.1.2. Cálculo del valor de la acción	22
2.1.3. Valor sustancial	23
2.1.4. Diferencia fundamental entre ambos métodos	25
<b>3 MÉTODOS DINÁMICOS, BASADOS EN EL DESCUENTO DE FLUJOS</b>	<b>26</b>
3.1 EL COSTE DE LOS RECURSOS Y LA TASA DE ACTUALIZACIÓN	27
3.2 DISTINTOS MÁRGENES A CONSIDERAR	27
3.3 ANÁLISIS DE LOS DIFERENTES FLUJOS DE FONDOS	29
3.4 CÁLCULO DEL FLUJO LIBRE DE CAJA PARA EL ACCIONISTA ( <i>Free cash-flow</i> )	31
3.5 CÁLCULO DEL FLUJO LIBRE DE CAJA PARA LA EMPRESA ( <i>Free cash-flow</i> )	32
3.6 TRATAMIENTO DEL HORIZONTE TEMPORAL	34
<b>4 EL GOODWILL O FONDO DE COMERCIO</b>	<b>41</b>
<b>5 VALORACIÓN DE MARCAS Y ACTIVOS INTANGIBLES</b>	<b>44</b>
5.1 DIFERENCIA ENTRE ESTOS CRITERIOS Y EL FONDO DE COMERCIO	46
5.2 VALORACIÓN DE LOS ACTIVOS ADQUIRIDOS	47
5.3 VALORACIÓN DE LOS ACTIVOS INTANGIBLES GENERADOS O PRODUCIDOS POR LA PROPIA EMPRESA	47
5.4 DISTINTAS PROPUESTAS DE MÉTODOS DE VALORACIÓN DE MARCAS Y ACTIVOS INTANGIBLES	49
5.5 UNA PROPUESTA DE VALORACIÓN DE MARCAS Y ACTIVOS INTANGIBLES	51

E

C

I

D

N

I



---

## 1. ASPECTOS PREVIOS

---

### 1.1. CONSIDERACIONES GENERALES QUE PUEDEN INDUCIR A VALORAR UNA EMPRESA

Muchas son las razones que puedan obligar o aconsejar la valoración de una empresa.

Una de ellas puede obedecer a actualizar sus valores contables históricos por razones de orden interno, es decir, cuya trascendencia solo abarcar el ámbito de los propietarios o accionistas de la compañía. En este caso la valoración que se pueda realizar no tendrá relevancia externa ya que la misma sólo implicará a personas con intereses actuales en la compañía, pero no para personas o empresas ajenas a la que se valora. A estas razones las denominaremos: **razones de índole interna**.

En cambio, otras razones pueden ser distintas, en función de otras finalidades o intereses. En estos casos se podrían incluir por ejemplo: vender la compañía a terceros, salir a cotizar en Bolsa, preparar una alianza estratégica, fusión, etc., en definitiva, cualquier otra razón que implique la intervención de intereses ajenos a la empresa. A estas razones las denominaremos de **índole externa**.

A continuación vamos a analizar más detalladamente las razones aducidas, con el fin de detallar más detenidamente sus condicionantes y características.

### 1.2. PRINCIPALES RAZONES DE ÍNDOLE INTERNO

Sin exclusión de otras posibles, algunas de las principales razones que pueden inducir a valorar una empresa, en base al interés propio e interno de la misma, pueden ser con la siguientes finalidades:

- Conocer el patrimonio real.
- Ampliar el capital a través de los actuales accionistas.
- Conocer el valor participativo de las acciones y, por ende, de cada accionista.

- 
- Establecer políticas de dividendos.
  - Cumplir normativas de tipo legal.
  - Propiciar rigurosamente un estudio de viabilidad.
  - Conocer el grado real de endeudamiento de la compañía.
  - Confeccionar y facilitar información a terceros en interés para la compañía.
  - Emitir deuda como fuente de financiación.
  - Proceder a la reestructuración o racionalización de la empresa.
  - Adquirir las acciones de un socio que desea venderlas.

### **1.3. PRINCIPALES RAZONES DE ÍNDOLE EXTERNO**

Tal como ya se ha aludido, se pueden dar otras circunstancias por razones externas, es decir, condicionadas por factores externos a la propia empresa.

Entre las razones más habituales y sobresalientes, destacan:

- Ampliar capital a través de nuevos socios o accionistas.
- Salir a Bolsa.
- Facilitar informes a terceros, que pueden ser utilizados por los mismos.
- Evitar OPAS hostiles.
- Cumplimentar exigencias legales.
- Diseñar alianzas estratégicas.
- Participar en otras empresas.
- Vender la empresa

En función de cada una de ellas y según su destino, el método de valoración a aplicar deberá ser el más adecuado para la finalidad que se persiga. Asimismo, el grado de información y rigurosidad también será distinto en base al interés u objetivo que se trate.

Por ejemplo, para valorar la empresa por razones internas,

los métodos a emplear suelen ser de índole contable y estático. En cambio, cuando se trata de valoración por razones externas, se suelen basar principalmente en valores estáticos combinados con valores de futuro o dinámicos.

Estos aspectos se verán con mayor amplitud en el capítulo que trata sobre los métodos de valoración.

### **1.3.1. Principales motivos que pueden inducir a la venta, fusión, adquisición o absorción de empresas**

Como continuación a lo comentado en los puntos anteriores, es conveniente profundizar en las principales motivaciones que, por lo general, dan lugar a procesos de valoración de empresas en base a un interés motivado por los siguientes fenómenos:

#### **1.3.2. Para vender una empresa**

Las motivaciones para vender una empresa pueden obedecer a diversos objetivos. A modo de simple enumeración, se pueden destacar como más frecuentes las siguientes:

- Financiar el negocio actual, mediante una eficaz gestión de nuevas inversiones.
- Amortizar cargas actuales cuya ausencia facilitaría la viabilidad de la empresa.
- Vender una parte de la empresa en concepto de recuperación de beneficios o dividendos.
- Capitalizar la empresa, para absorber pérdidas anteriores.
- Imposibilidad de financiar o cansancio de los actuales propietarios.
- Ceser por ausencia de herederos o continuadores de la dirección.

Cada uno de esos motivos ejercerá una influencia específica que se transmitirá en un grado de urgencia y exigencia, que pueden condicionar en un sentido u otro, la propia valoración y su posterior negociación.



**1.3.3. Para adquirir, fusionarse o absorber una empresa**

- Lograr una mayor rentabilidad de los recursos financieros a través de la modificación de su estructura.
- Facilitar la diversificación de sus productos o servicios.
- Potenciar la marca con la introducción o colaboración de otra prestigiosa.
- Entrar en mercados deseados con mayor rapidez.
- Adquirir activos en funcionamiento y explotación que puedan explotarse mejor.
- Aprovechar sinergias.
- Aplicar excedentes monetarios en inversiones que aumenten los futuros cash-flows.
- Eliminar un competidor.

Cada situación planteada, deberá ser objeto de un trato especial, toda vez que cada una de ellas generará distintos elementos o grados de presión tanto desde la perspectiva del vendedor como del adquirente.

**1.3.4. Motivos coincidentes**

Expuestas las motivaciones más habituales de las partes, nos referiremos a continuación a aquellas situaciones que nacen y se desarrollan en el interés común de las partes (comprador y vendedor). Lógicamente, en un entorno de relaciones fluidas y cordiales, la propia dinámica generará un excelente clima para la negociación, sin que ello suponga la pérdida de rigurosidad ni cesiones innecesarias por las partes.

**1.4. EL EQUIPO DE NEGOCIACIÓN**  
*(Task-force)*

Evidentemente, no existe ninguna obligación ni norma que estipule ni fije, cómo se debe negociar tanto en un proceso de valoración, como en la posterior adquisición, venta o fusión de empresas.

No obstante, la práctica habitual aconseja seguir el siguiente proceso:

#### 1.4.1. Cuando la iniciativa parte del comprador

El máximo responsable de la parte interesada, se pone en contacto con el máximo responsable de la parte deseada. De ese contacto se pueden derivar las siguientes situaciones:

- a) Si hay un rechazo del vendedor a la apertura de un proceso de negociación, el comprador puede aparcarse la intención temporal o, indefinidamente, con lo cual la iniciativa se aplaza o se disipa. En el caso de aplazamiento se volverá a producir la tentativa y se seguirá el proceso si aún es del interés común.
- b) Si hay un rechazo por la parte vendedora, pero la compradora no desea desistir de su intención, puede ejercer una acción hostil, es decir, pasar a negociar directamente con los accionistas con el fin de adquirir las participaciones de cada uno en función de una oferta sobre el valor de sus acciones. Esta alternativa será más o menos ágil según la empresa cotice o no en Bolsa.
- c) Supuesto un acuerdo inicial entre las partes, basado en iniciar conversaciones encaminadas a conocerse e ir avanzando, la parte vendedora debe facilitar una información que, en el caso de no llegar a buen fin puede suponerle un riesgo, a pesar de haber establecido un acuerdo blindado o de penalización.

Una vez, las «cúpulas» de las empresas involucradas acuerdan abrir un proceso de valoración y posterior negociación, se suele proceder a establecer un compromiso.

Este compromiso se puede documentar en base a: a) en función del grado de conocimiento y confianza entre las partes; b) de las consecuencias que se puedan derivar de un mal uso de la información, siendo aconsejable establecer un documento formal e intervenido por fedatarios públicos en el que se establezcan unas condiciones económicas o punitivas, para los casos en que se vulneren los pactos.

Si las partes se consideran mutuamente serias, es habitual



establecer lo que se conoce como un *gentleman agreement*, es decir, un acuerdo entre caballeros, entendiendo que en caso de mal uso la parte infractora asume su propia responsabilidad.

Siguiendo el proceso de un *gentleman agreement*, lo que se suele establecer en el mismo es un horizonte temporal, (por ejemplo: un año), durante el cual las partes se comprometen en no negociar con un tercero, sin ponerlo en conocimiento de la otra. Una vez vencido el año sin haber alcanzado un acuerdo, se da por finalizado el proceso sin más, o se prorroga si las partes así lo deciden.

Fijado el horizonte temporal, las partes establecen y acuerdan las personas y responsabilidad que ostentan en la empresa, que intervendrán en la valoración y negociaciones. Por lo general los equipos se crean a través de un equilibrio de fuerzas, aunque, naturalmente ello dependerá del tamaño y organización de cada empresa. Por ejemplo, los aspectos iniciales a discutir suelen ser los de carácter laboral, mercantil, fiscal y otros de carácter legal. Su finalidad se centra en que la parte compradora desea conocer la situación legal de la empresa a adquirir.

Superada la primera fase, el siguiente paso consiste en realizar una previsión de futuro con el fin de analizar las posibilidades de viabilidad, así como la cuantificación de los beneficios que se pueden llegar a obtener en el tiempo u horizonte temporal que se haya considerado. La metodología de todo ello se estudia más adelante.

Una vez las partes han llegado a una valoración se puede producir un nuevo escenario: a) que la valoración de las partes difieran mucho entre sí y desistan en negociar, dando por finalizado el proceso o aplazarlo, o b) que a partir de valores muy cercanos se opte por una negociación que, por lo general llega a un buen final: al precio que está dispuesto a pagar el comprador.

El último paso consiste en la negociación sobre la forma de liquidar el precio acordado, teniendo en cuenta la prevención de posibles circunstancias que pueden aparecer posteriormente al cierre del acuerdo.

El proceso descrito solo pretende ayudar al diseño de un proceso de valoración y negociación de una operación



de compraventa de empresas, cuando la iniciativa parte del comprador.

#### **1.4.2. Cuando la iniciativa parte del vendedor**

Cuando la iniciativa parte del vendedor, lo primero que éste debe hacer es buscar y ofrecer su empresa a un tercero.

Por lo general, un candidato apropiado suele ser un competidor, si bien cabe destacarse:

- a) Que sea del propio país, por lo que se tratará de un empresa conocida por el vendedor. Las condiciones a considerar en este caso es: a) la participación o cuota de mercado de cada una de ellas, b) el tamaño de cada una de ellas en cuanto a plantilla, recursos, etc. y, c) el grado de relaciones entre las mismas.
- b) Que sea de otro país. Lo más frecuente en este caso es que la empresa candidata desea introducirse en el mercado de la vendedora. En este caso, la oferta suele ser mayor a la que pueda proponer la empresa del propio país.

De no poder o no querer ser un competidor, se deberá proceder a la búsqueda de otros candidatos. En el caso de no conocer a ninguno, lo más aconsejable es recurrir a consultores especializados en este tipo de operaciones.

Por último hay que destacar que la «parte fuerte» de la negociación siempre corresponderá al que recibe la oferta, mientras que la «parte débil» es la que abre el proceso de negociación. Este fenómeno se experimenta en cualquier escenario (venta o compra de un piso, de un coche de segunda mano, etc.), pero en la materia que nos ocupa, esta particularidad adquiere mayor relieve ya que por lo general se trata de cantidades muy importantes.



## 1.5. PRINCIPIOS FUNDAMENTALES PARA LA VALORACIÓN DE EMPRESAS

A partir de los principios propuestos, pasaremos a continuación a tratar los modelos de valoración y su correcta interpretación.

La primera consideración es que se va a proceder a evaluar una serie de cosas y bienes. Para ello, es preciso transformar esos valores en un valor homogéneo que se reflejará en unidades monetarias. Este valor constituirá el valor patrimonial de la compañía y, en el mismo, no se contemplarán otros valores como **por ejemplo**: la calidad del liderazgo, la fuerza de trabajo, productos, distribución, cuota de mercado, productividad, tecnología, etc. que, tratándose de aspectos cualitativos, deberán cuantificarse mediante la aplicación de unos métodos y sistemas que faciliten dicha cuantificación. Así, el valor total de la compañía vendrá dado por la combinación del valor patrimonial (valor estático a contable) y el valor atribuido a los aspectos cualitativos (valor dinámico o futuro).

Valorar algo y, en concreto una empresa no es más que emitir una opinión. Esta opinión suele ser, por lo general arriesgada y suele adolecer de una alta carga de subjetividad.

Obviamente, la mejor valoración es la que se realiza con una base técnica sólida y que contempla situaciones y escenarios asumibles y razonables.

Una buena valoración no debe ser hecha pensando en los modelos académicos exclusivamente. Cada valoración obedece a distintas circunstancias, momentos económicos y motivaciones que, lógicamente condicionan extraordinariamente su objetivo en función de los parámetros con los que se operen.

Cuando una empresa la valoran varios expertos, cada uno de ellos llegará a un valor que diferirá entre sí, incluso en diferencias importantes.

Para que la valoración de una empresa pueda ser lo más razonable posible, es aconsejable plantearse las siguientes cuestiones: «valor de qué»; «valor para quién» y «valor



en función del entorno», aspectos éstos que se tratan a continuación:

- «valor de qué». Análisis del bien que se trate. Por ejemplo, no se tratará igual el valor de un terreno o edificio que el de una maquinaria o instalación cuyo valor de utilización estará muy condicionado no sólo en su estado técnico actual, sino en función del grado de evolución tecnológica que la pueda hacer obsoleta con suma rapidez.
- «valor para quién». Obviamente, aunque la premisa más importante es la de la objetividad, no será lo mismo cuando se trate de la valoración hecha por el vendedor, el comprador, o los mercados bursátiles, que no siempre, o casi nunca son coincidentes.
- «valor en función del entorno». Aún tratándose de los mismos bienes y valores intangibles, el valor de una empresa diferirá en función de otras circunstancias como por ejemplo: el momento económico general, el momento económico del sector, las relaciones internacionales, el riesgo de la divisa que se trate o del tipo de interés, etc.

En concreto, valorar una empresa no es tarea fácil. Partiendo del principio de que dirigir y gestionar una empresa supone la existencia de una gran carga de subjetividad, valorar una empresa es donde la subjetividad alcanza su grado óptimo.

#### **1.5.1. Consideraciones sobre la situación de la empresa a evaluar**

Un aspecto cualitativo que condicionarán los criterios de análisis y evaluación es el que hace referencia al momento, circunstancias y situación en que se pueda encontrar la empresa a evaluar.

La clasificación más habitual de la situación empresarial, se podrían agrupar en:

- Empresa en fase de liquidación.
- Empresa con resultados negativos.
- Empresa en normal funcionamiento.



A continuación se expone el tratamiento que se aplicará a la empresa a analizar y evaluar, en función de cada una de las situaciones enunciadas en que se pudiera encontrar.

#### **1.5.1.1. Empresa en fase de liquidación**

Cuando un empresa ha decidido entrar en proceso de liquidación por voluntad del propietario, o por imperativo de mercado, producto, sucesión, etc. los parámetros a evaluar se centrarán, sobre todo, en la base del valor patrimonial por encima de explorar la capacidad de generar beneficios futuros. En definitiva, en este caso, prevalecerá el criterio de valoración en función del precio de mercado de los activos si los hubiera. Sólo en el caso de que la liquidación no se hubiera de producir de inmediato, se podrían considerar los ingresos futuros que, razonablemente, se pudieran producir hasta la probable fecha de liquidación.

#### **1.5.1.2. Empresa con resultados negativos**

Una empresa que presente resultados negativos requiere un tratamiento especial.

En primer lugar es preciso distinguir entre las siguientes situaciones:

- a) cuando los resultados negativos proceden de los últimos ejercicios consecutivos.
- b) si la respuesta al punto anterior resultase positiva, ¿desde cuanto tiempo se observan esas pérdidas?
- c) comprobar si, aún tratándose de pérdidas consolidadas, la evolución es cada vez más negativa o, por el contrario mejora, lo cual pondría de manifiesto la ausencia o existencia de medidas correctoras.
- d) en el caso de tratarse de pérdidas estructurales, por ejemplo en los últimos tres ejercicios, se debería proceder a un análisis que pusiera en evidencia si esa situación obedece a factores externas, o bien a la propia política de la empresa.

Ante esas situaciones, el analista o evaluador debe



cuantificar el coste que podría suponer la reconducción de esa situación negativa, dado que el mismo condicionará, obviamente, el valor de la compañía.

### **1.5.1.3. Empresa en normal funcionamiento**

Ésta suele ser la situación más habitual. En esta circunstancia, los valores actuales que expresa el Balance, deberán combinarse con las posibilidades de rendimiento futuro que pueda proporcionar precisamente la explotación de los elementos de activo.

Aún tratándose de una empresa que desarrolla su actividad normalmente, es conveniente analizar también si esa normalidad se encuentra a su vez en las siguientes fases:

- Existencia
- Supervivencia
- Expansión-Despegue
- Madurez de los recursos

Cada una de dichas fases determinarán o condicionarán, unas u otras posibilidades.



---

## 2. MÉTODOS DE VALORACIÓN

---

En primer lugar desarrollaremos los métodos estáticos basados en datos contables.

Estos métodos se aplican preferentemente cuando la valoración obedece a razones de índole interno, es decir, sin trascendencia externa.

### 2.1. MÉTODOS ESTÁTICOS, BASADOS EN DATOS CONTABLES

El balance pone de manifiesto la situación patrimonial de la empresa. Es pues, a través de este documento que se llegará a conocer el valor estático de la empresa.

Se denomina estático por que se refiere a un momento en el tiempo y es contable por que se refleja a través de un balance.

Por consiguiente el valor estático o contable de una empresa vendrá definido por la diferencia entre el Activo Real (bienes y derechos) y el Pasivo Exigible (deudas y obligaciones).

Llegado este punto, se debe matizar el concepto de Activo Real.

En ocasiones en el activo de algunos balances aparecen algunas partidas que carecen de disponibilidad de realización, es decir, no son realizables. Figuran en el balance toda vez que en su momento se produjeron algunos hechos que aconsejaron su clasificación en el mismo. Por ejemplo: a) gastos ocasionados por la constitución de la sociedad, b) gastos de primer establecimiento, c) gastos de emisión de deuda, d) pérdidas y ganancias extraordinarias, e) gastos a periodificar en varios ejercicios, etc...

Por su propia naturaleza, estos conceptos pueden figurar en el Activo, clasificados como «Activo ficticio». Esta partida deberá ser excluida del Activo, a los efectos de determinar el valor contable de la empresa.

Una vez definido el valor ficticio, se puede resumir:

$$VC = \text{ACTIVO REAL} - \text{EXIGIBLE TOTAL}$$

ó

$$VC = \text{RECURSOS PROPIOS} - \text{ACTIVO FICTICIO}$$

Siendo: VC = Valor contable.

*Ejemplo:* Supuesto el siguiente balance:

ACTIVO		PASIVO	
Ficticio	50	Recursos propios	500
Inmovilizado	550	Exigible total	500
Circulante	400		
<b>Total Activo</b>	<b>1.000</b>	<b>Total Pasivo</b>	<b>1.000</b>

$$\begin{aligned} \text{VALOR CONTABLE} &= \text{Activo Real} - \text{Exigible Total} \\ 450 &= (1.000 - 50) - 500 \\ \text{VALOR CONTABLE} &= \text{Recursos Propios} - \text{Activo Ficticio} \\ 450 &= 500 - 50 \end{aligned}$$

A valor contable se denomina book-value, o valor matemático.

### 2.1.1. Valor contable corregido

Expuesto el concepto de valor contable se debe profundizar en el mismo. Aunque el balance contable esté adaptado a la normativa contable no siempre se ajusta a la realidad, ya que alguno de los valores que en él figuran pueden no ser reales.

*Por ejemplo:* cuando la empresa dispone en su balance de Terrenos, Edificios, Maquinaria, etc. es decir, activos inmovilizados importantes, figuran por el valor de adquisición unos y por el valor después de aplicar las amortizaciones otros. Por otro lado, los bienes y derechos que componen el Activo circulante, pueden no representar la valoración real por no haber sido depurados.

*Por ejemplo:* clientes morosos, valoración de stocks, etc., expresando unos valores que estén muy lejos de la realidad.

El exigible también debe ser motivo de comprobación a fin de que refleje todas las obligaciones y deudas de la empresa.

Por todo lo expuesto, se debe proceder a corregir los valores del balance, lo cual se realiza a través de un proceso de valoración de los bienes inmovilizados y de una auditoría exhaustiva y rigurosa de las masas patrimoniales.

Para mayor comprensión, a continuación se procede a desarrollar un ejemplo:

### BALANCE CONTABLE A 31.12.N (Cifras en €)

ACTIVO			
<b>Inmovilizado material</b>			<b>3.246.400</b>
Terrenos	506.000		
Edificaciones e instalaciones	1.220.000		
Maquinaria	1.940.000		
Troqueles, matrices, útiles, etc.	1.820.000		
Mobiliario	94.000		
Equipo informático	116.000		
Elementos de transporte	242.000		
Inmovilizado bruto	5.938.000		
Menos: amortizaciones	-2.691.600		
<b>Inmovilizado inmaterial neto</b>			<b>242.600</b>
<b>Inmovilizado Total</b>			<b>3.489.000</b>
<b>Circulante</b>			
Stocks:			
- Materia prima	703.000		
- Materias auxiliares	324.200		
- Artículos en proceso	903.400		
- Artículos acabados	1.130.000	3.060.600	
Clientes		2.802.600	
Cuentas financieras		550.000	
<b>Total circulante</b>			<b>6.413.200</b>
<b>Total Activo</b>			<b>9.902.200</b>

**BALANCE CONTABLE A 31.12.N** (Cifras en €)

PASIVO	
<b>Recursos propios</b>	<b>1.262.600</b>
Capital social	400.000
(8000 acciones de 50 € cada una)	
Reservas	862.600
Exigible a largo plazo	3.177.400
Préstamo bancario a 12 años	2.340.000
(garantía hipotecaria)	
Préstamo bancario a 6 años	837.440
(garantía personal)	
Exigible a corto plazo	5.462.160
Proveedores	2.621.400
Pólizas crédito y dcto. Cial.	2.001.280
Organismos oficiales	784.480
Dividendos pendientes a pagar	55.000
<b>Total Exigible</b>	<b>8.639.600</b>
<b>Total Pasivo</b>	<b>9.902.200</b>

El valor contable de la empresa asciende a:

$$VC = \text{Activo total} - \text{Exigible total}$$

Que, aplicando valores al citado balance:

$$\text{VALOR CONTABLE} = 1.262.600 = (9.902.200 - 8.639.600)$$

que, corresponde también a los recursos propios.

Este es el valor contable sin corregir, es decir, tal como figura en el balance contable confeccionado y sujeto a la normativa contable, por lo que el valor patrimonial de la empresa no coincide con el valor real.

Para conocer el valor contable corregido, se debe proceder a la valoración técnica de los activos y a una auditoría.



Supongamos que en la empresa que presenta el balance anterior, se procede a una valoración y auditoría que dieran los siguientes resultados:

Bien a valorar	Valor en €
<b>Terreno</b> 4.150 m <sup>2</sup> de superficie, equivalentes a 156.482 pl <sup>2</sup> a un precio de 4,93 e/pl <sup>2</sup>	771.769
<b>Edificio</b> 4.000 m <sup>2</sup> edificados en primer planta donde se ubica la fábrica, almacenes muelles de carga y descarga, a 514 €/m <sup>2</sup> = 2.056.000 € 750 m <sup>2</sup> edificados en segunda planta que aloja las oficinas generales, dirección y oficina técnica a 660 e/m <sup>2</sup> = 495.000 €	2.551.000
<b>Instalaciones</b> Valor de las mismas considerando los 4.750 m <sup>2</sup> edificados a 44 €/m <sup>2</sup>	209.000
<b>Total €</b>	<b>3.531.769</b>

Este valor corresponde al valor de reposición, es decir, aquel que correspondería a la puesta en marcha si se tratara de una nueva construcción. Ahora, procede ajustar el mismo en función de su grado de utilización real, dato que facilitarán los expertos y cuyo valor recibirá la denominación de valor de utilización.

Si en el caso que nos ocupa, suponemos que la utilización es del 25% se puede afirmar que el valor de utilización será del 75%, es decir:

<b>Valor de reposición</b>	<b>Valor de utilización</b>
3.531.769 €	2.649.000 € (1) (75% del valor de reposición)

valor que corresponde al valor actual. Proceso de valoración del resto de inmovilizado:

Grupo de inmovilizado	Valor de reposición en €	Valor de utilización en €
Maquinaria	2.603.000	1.960.000
Troqueles, matr. y útiles	1.886.000	1.040.000
Mobiliario	120.000	80.000
Equipo informático	100.000	92.000
Elementos de transporte	214.000	174.000
<b>Total</b>	<b>4.923.000</b>	<b>3.346.000<sup>(2)</sup></b>
Terreno, edificio, instalaciones	3.531.769	2.649.000 <sup>(1)</sup>
Maquinaria, troqueles, mobiliario, etc.	4.923.000	3.346.000 <sup>(2)</sup>
<b>Total del Activo Inmovilizado</b>	<b>8.454.769</b>	<b>5.995.000</b>

Por último y, en base al valor de utilización, los técnicos facilitan la cifra de amortizaciones técnicas, que pueden o no coincidir con las contables. En el caso que nos ocupa, las amortizaciones en función de la vida útil se estima en 643.000 e anuales.

Proceso de valoración de las masas patrimoniales que comprenden el activo circulante y cuya revisión ha sido realizada por auditores expertos.

1. Se ha procedido al recuento minucioso de todos los elementos que componen la existencia de materias. Aplicando a los mismos el criterio FIFO, y de acuerdo con los valores contables de que se disponen, el valor de los stocks deben ser:

Capítulo	Valor en €
Materia prima	703.000
Materiales auxiliares	228.000
Artículos en proceso de producción	705.400
Artículos acabados	963.040
<b>Total valor de los stocks 31-12-n</b>	<b>2.599.440</b>

2. Comprobado el saldo de clientes, se constata que la empresa no había realizado la correspondiente provisión por saldo de clientes de dudoso cobro. En función de los datos obtenidos, el saldo de clientes debe rectificarse a:

Capítulo	Valor en €
Saldo de clientes	2.453.800
- Provisión por clientes de dudoso cobro	-283.400
<b>Total saldo de clientes en 31.12.n</b>	<b>2.170.400</b>

3. Revisados y contrastados las correspondientes anotaciones y los extractos bancarios correspondientes y, aplicando la correcta valoración a los valores mobiliarios en poder de la empresa, saldos de divisas, etc. el saldo real se debe corregir en base a:

Capítulo	Valor en €
Caja y bancos	358.000
Otras cuentas financieras	140.000
<b>Total saldo disponible en 31.12.n</b>	<b>498.000</b>

4. Revisada la cuenta de inmovilizado inmaterial que figura en el activo del balance de origen y, en función de la naturaleza de los elementos y conceptos que la componen, se concluye que se deben desglosar de la siguiente forma:

Capítulo	Valor en €
Activo inmovilizado inmaterial corregido en 31.12.n	96.000
<b>Activo ficticio (nueva cuenta)</b>	<b>146.000</b>

En cuanto al pasivo exigible, los auditores hacen constar las siguientes anomalías que han encontrado con expresión de lo que corresponde corregir:

1. La empresa ha omitido contabilizar una liquidación de seguros sociales pendientes de ingresar desde hace dos años, que con los recargos correspondientes ascienden a 47.000 € (este importe corresponde a la cuota empresarial ya que la cuota obrera sí fue ingresada en su día).
2. También se debe proceder a incorporar una liquidación de IVA que fue objeto de un error de cálculo. Dicha liquidación debidamente rectificadora y con los correspondientes recargos asciende a un total de 18.200 € que se ingresarán en breve de forma voluntaria.

Por último la auditoría hace constar de forma especial las siguientes circunstancias:

- La última inspección fiscal efectuada data del año n-7, es decir existe una contingencia en el caso de que se produjera una inspección de los cuatro últimos años. A pesar de no haber detectado en el año n (objeto de la revisión) a excepción de los indicados puntos anteriores errores o desviaciones importantes, sí se podría producir algún acta en función de ciertas omisiones que han sido rectificadas recientemente.
- Por último se hace constar que desde el año n-2 (finales del mismo), se produjo una reclamación salarial por parte de los trabajadores, relativo a desigualdad de retribución en algunas categorías laborales. En caso de resultar favorable a los trabajadores la sentencia, podría suponer un coste de 120.000 € para la empresa. No obstante, el informe del abogado de la empresa y de los directivos es que dicha reclamación no prosperará.

Aplicación al modelo:

A la vista de lo que antecede y, procediendo a ajustar el balance inicial en orden a los valores indicados en cada uno de los puntos expuestos, el BALANCE CORREGIDO (en euros) de la empresa sería:



ACTIVO		
<b>Inmovilizado</b>		<b>6.237.000</b>
Inmovilizado material (valor de utilización)	5.995.000	
Inmovilizado inmaterial	96.000	
Inmovilizado ficticio	146.000	
<b>Circulante</b>		<b>5.267.800</b>
Stocks	2.599.400	
Clientes	2.170.400	
Disponible	498.000	
<b>Total Activo</b>		<b>11.504.800</b>

PASIVO		
<b>Recursos Propios</b>		<b>2.800.000</b>
Capital social	400.000	
Reservas	2.400.000	
<b>Exigible a Largo Plazo</b>		<b>3.177.440</b>
(no sufre modificación con respecto al balance contable)		
<b>Exigible a Corto Plazo</b>		<b>5.527.360</b>
Proveedores	2.621.400	
Pólizas crédito y dcto. comercial	2.001.280	
Organismos oficiales	849.680	
Dividendos a pagar	55.000	
<b>Total Pasivo</b>		<b>11.504.800</b>

Cálculo del Valor Contable Corregido:

$$\text{Activo Total} - \text{Inmovilizado Ficticio} - \text{Pasivo Total Exigible} \\ = \text{VALOR CONTABLE CORREGIDO}$$

y, aplicando valores:

$$11.504.800 - 146.000 - 8.704.800 = 2.654.000$$

ó, lo que es igual:

$$\begin{aligned} & \text{Recursos Propios – Activo Ficticio} \\ & = \text{VALOR CONTABLE CORREGIDO} \\ & 2.800.000 - 146.000 = 2.654.000 \end{aligned}$$

con lo que se puede concluir que el Valor Contable Corregido, en el caso que nos ocupa es de 2.654.000 Euros.

Este valor contable sustituye al anterior, por lo que a partir de este momento se entenderá por valor contable el corregido, aunque se omita el calificativo.

### 2.1.2. Cálculo del valor de la acción

Como se indica en el balance inicial, el capital social de la compañía está constituido por 8.000 acciones de 50 € nominales cada una.

El valor intrínseco de la acción se calculará en base al siguiente cálculo:

$$\begin{array}{r} \text{VALOR CONTABLE CORREGIDO} = 2.654.000 \\ \hline \text{Nº DE ACCIONES} \qquad \qquad \qquad = 8.000 \end{array}$$

Cuyo cociente indica que el valor intrínseco por acción es de 331,75 €.

Comparando el valor intrínseco con el valor nominal, es decir:

$$\frac{331,75 \text{ €}}{50 \text{ €}} = 6,635 \text{ veces}$$

indica que la capitalización de la acción para el accionista que aportó el capital inicial le ha supuesto 6,635 veces el valor aportado.

**NOTAS:**

- a) Este sistema es un método de gran utilidad para calcular el valor de la empresa en los casos de la recomposición del capital o para indemnizar al accionista que quiere vender su participación.
- b) Obviamente, en los casos que la empresa cotice en Bolsa, se tratará sólo de una referencia, ya que el valor de la acción vendrá determinada por el de los Mercados Financieros. No obstante, también se suele realizar el mismo proceso, para comprobar el valor de capitalización real de la acción.
- c) Cuando se trate de vender la empresa, el cálculo del Valor Contable Corregido es muy importante ya que se deberá combinar con la cuantificación posterior de los aspectos cualitativos.
- d) El Valor Contable Corregido, siempre representa el punto de partida de cualquier negociación.
- e) El valor mayor por la venta o transmisión de las acciones, superior al Valor Contable Corregido, corresponde a una «prima» que valora otros aspectos que no se contemplan en el balance.

**2.1.3. Valor sustancial**

Otro método basado en datos estáticos consiste en el denominado valor sustancial.

A diferencia del valor contable que se ha analizado anteriormente, este método sólo tiene en cuenta el valor de los Activos, es decir, considera el Activo de la empresa como el **conjunto de inversiones necesarias para la explotación, con independencia de la política y medios que se hayan utilizado para la financiación de los mismos.**

El valor sustancial de una empresa resulta más fácil de valorar que el valor contable ya que obvia el Activo circulante y las deudas o exigible, teniendo sólo en cuenta el valor del inmovilizado y/o de los stocks.

Retomando el balance corregido anterior, se puede calcular fácilmente el valor sustancial según los términos explicados.



La suma del inmovilizado material y del inmovilizado inmaterial, asciende a (5.995.000 € + 96.000 €) es decir, 6.091.000 €, al igual que en el método anterior, el inmovilizado ficticio quedaría excluido de cómputo. Como se puede deducir, en este método también se deben valorar los bienes con independencia del valor que pueda figurar en el balance contable corriente.

Para comprender el concepto y utilidad del valor sustancial, es preciso analizar lo que supondría su utilización para cada una de las partes:

- a) El vendedor de la empresa debería proceder a la liquidación de los bienes que componen el Activo circulante, así como a la amortización del exigible. Dicho de otra forma, la venta de la empresa a través del valor sustancial supone la práctica liquidación de la empresa con el fin de liberar y vender el inmovilizado por su valor real.
- b) Al comprador le resulta mucho más atractivo toda vez que adquiere sólo bienes, quedando exonerado de las deudas e incluso de posibles contingencias que pudieran afectar a la empresa si la hubiera adquirido por el valor contable.

A modo de ejemplo, una operación de compra-venta de empresas basada en la aplicación del criterio del valor sustancial, se podría producir a través de las siguientes secuencias:

1. Acuerdo de valoración entre las partes sobre el valor del inmovilizado.
2. Acuerdo sobre las actuales obligaciones de la empresa vendedora, que asumirá el comprador, por ejemplo la plantilla, con lo cual, el vendedor no deberá indemnizar a sus trabajadores ya que el comprador asume las condiciones actuales de los mismos.
3. Acuerdo entre las partes del valor del inmovilizado que comprende y compensa la adquisición por parte del comprador de unos valores intangibles que, en definitiva son los que persigue.
4. Acordado los puntos anteriores, el vendedor debe proceder a liquidar la empresa, es decir, realizar



todos sus activos y circulantes (los stocks también pueden ser objeto de venta al comprador), así como a liquidar las deudas contraídas.

5. Por último, se procede a la transacción real, que consistirá en la venta de los bienes interesados a través de una simple factura con sus correspondientes impuestos y por los importes acordados.

Con esta operación el responsable de las posibles repercusiones o contingencias que puedan ocurrir en el futuro es el vendedor, ya que el comprador solo será responsable de pagar los bienes adquiridos, así como de los acuerdos explícitos que se hayan podido pactar.

#### **2.1.4. Diferencia fundamental entre ambos métodos**

Cuando se vende una empresa por el valor contable corregido, lo que realmente se vende son acciones. Es decir, el vendedor vende sus acciones al comprador por un valor convenido (ver valor intrínseco de la acción), traspasando a éste los derechos y obligaciones contraídos por la empresa vendedora.

En cambio, cuando se aplica el criterio del valor sustancial, sólo afecta a la transmisión de activos, lo cual conlleva que las posibles o futuras consecuencias que se pudieran derivar de índole fiscal, laboral o mercantil solo afectarían al vendedor.

**El valor sustancial es aquel que correspondería al coste de poner en óptimo funcionamiento una empresa de las características interesadas, de no existir ésta.**

### 3. MÉTODOS DINÁMICOS, BASADOS EN EL DESCUENTO DE FLUJOS

Frente a los métodos de valoración que se han presentado, basados en criterios estáticos o contables, a continuación se tratará otro método que contempla la capacidad de generar beneficios futuros.

Los métodos estáticos no tienen en cuenta que además del valor contable, la empresa es capaz de generar unos flujos futuros, lo cual también debe ser objeto de valoración.

El método dinámico consiste en la actualización de flujos futuros a una tasa de actualización, con el fin de conocer el valor actual de dichos beneficios o flujos. Este método es semejante al utilizado para la determinación de la rentabilidad en los procesos de inversión, dado que valorar una empresa no es otra cosa que valorar el resultado de un proyecto de inversión.

Previo a la aplicación de este método, se plantea la necesidad de determinar las siguientes cuestiones:

#### Parámetro a tratar

- Criterios para la actualización de los flujos futuros a descontar.
- Tratamiento de los flujos futuros a descontar.
- Horizonte temporal a definir para la actualización de los flujos.

#### Aspectos a considerar

- Tasa de actualización a aplicar.
- Características y tipos de los flujos.
- En función de las motivaciones de la valoración, que pueden estar comprendidos entre pocos años, o a un horizonte ilimitado en el tiempo.

El estudio de estas tres cuestiones son las que se tratarán en este capítulo.



### 3.1. EL COSTE DE LOS RECURSOS Y LA TASA DE ACTUALIZACIÓN

Uno de los dilemas más importantes que se presenta cuando se trata de valorar una empresa en base al criterio de actualización de flujos futuros, consiste en establecer la tasa de actualización a aplicar a los flujos futuros. En primera instancia, ese tipo debe corresponder a El Coste de los Recursos Financieros, entendidos como aquellas fuentes que se utilizarán para financiar el proyecto, añadiendo al mismo una prima de riesgo cuando provengan de una fuente sin riesgo.

#### *Por ejemplo:*

Supongamos que una empresa dispone de un exceso de liquidez que decide invertir en otra alternativa. Se le presenta la posibilidad de adquirir otra empresa y debe actualizar los flujos que se presumen generará dicha empresa.

Suponiendo que la rentabilidad de los recursos propios es de un 14% anual y, que esa rentabilidad se considera satisfactoria por los accionistas, la tasa de actualización que se deberá aplicar al nuevo proyecto podría ser del citado 14%.

Este planteamiento parte del supuesto de que ambos proyectos o empresas, presentan un mismo grado de riesgo.

En el caso de que el nuevo proyecto presentara un mayor riesgo, comparado con el origen de los recursos, la citada tasa del 14% sólo sería una referencia o punto de partida sobre la cual adaptar o definir la tasa de actualización a aplicar al nuevo proyecto.

### 3.2. DISTINTOS MÁRGENES A CONSIDERAR

Anteriormente se ha indicado que los flujos que genera una empresa se deben actualizar. La cuestión estriba en definir y delimitar ¿qué o cuántos márgenes se deben considerar?

A continuación se procede a disponer analíticamente una cuenta de explotación en la cual se dispondrán los distintos márgenes y flujos, que luego se comentarán.

Cuenta de explotación	Año «n»
Ventas	34.500
- Materias primas y asimiladas	-13.557
MARGEN BRUTO	20.943
- Costes operativos totales (excepto amortizaciones y provisiones)	-16.215
(*) EBITDA	4.728
- Amortizaciones y provisiones	-1.350
(**) EBIT o BAII	3.378
- Cargas financieras	- 212
(***) EBT o BAI	3.166
- Impuestos sobre beneficios (35%)	-1.108
(****) BDI O BENEFICIO NETO	2.058
<b>CASH-FLOW ECONÓMICO:</b>	
BDI + amortizaciones y previsiones	3.408

(\*) EBITDA (Acrónimo de Earnings Before interest, taxes and Depreciation) es decir, Beneficio antes de cargas financieras, impuestos y amortización, conocido también como BAII+ Amortización y provisiones.

(\*\*) EBIT (Acrónimo de Earning Before interest and taxes) es decir: beneficio antes de cargas financieras e impuesto), conocido también como BAII (Beneficio antes de intereses e impuestos) equivale al EBITDA – Amortización y provisiones.

(\*\*\*) EBT (Acrónimo de Earning Before taxes) es decir: Beneficios antes de impuestos, conocido también como BAI (Beneficio antes de impuestos) equivale al EBIT – cargas financieras.

(\*\*\*\*) BDI (Acrónimo de Beneficio después de impuestos) equivale al tradicional BENEFICIO NETO.



### 3.3. ANÁLISIS DE LOS DIFERENTES FLUJOS DE FONDOS

En el apartado anterior se han detallado los distintos márgenes que se reflejan sucesivamente en cualquier cuenta de resultados, conforme se van incorporando los capítulos de gastos y costes a la misma. Tradicionalmente, el flujo más conocido es el cash-flow económico (Beneficio neto + amortizaciones).

Otro flujo tradicional, es el denominado cash-flow financiero. Se obtiene por la diferencia entre los ingresos y gastos de explotación. Este valor es significativo pero carece de visión de futuro, dado que su fuente procede de datos históricos.

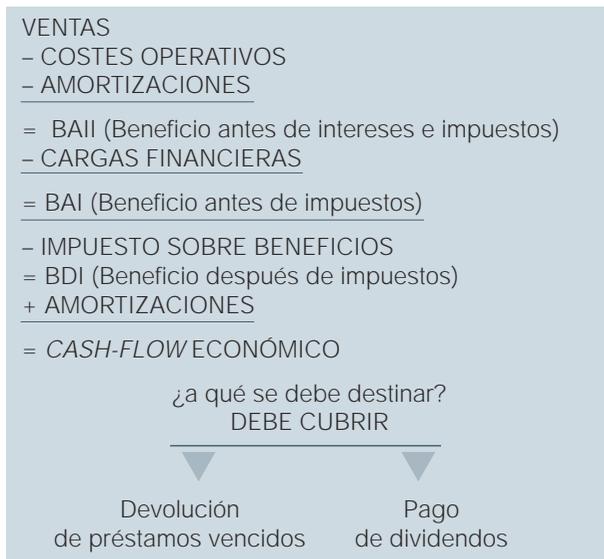
Los dos flujos comentados, cash-flow económico y cash-flow financiero, proceden de estados contables y no consideran las necesidades futuras de financiación para el crecimiento de la empresa. En cambio los analistas defienden que los beneficios se producen realmente cuando se ha superado el coste de los recursos financieros necesarios para la financiación de la inversión.

Para la valoración de una empresa, es conveniente distinguir entre el flujo de fondos de libre disponibilidad para el inversionista o accionista, y, el flujo de fondos de libre disponibilidad para la empresa.

El flujo de fondos o de caja libre para los accionistas equivale a la cantidad líquida que queda a disponibilidad de los accionistas de la empresa.

El flujo de fondos de caja libre para la empresa es igual al flujo de caja derivado de la explotación (BAII + amortizaciones), teniendo en cuenta el impuesto sobre el beneficio, así como los flujos de fondos necesarios para financiar las sucesivas inversiones en inmovilizado y circulante.

A continuación se expresa gráficamente lo indicado:



Esta visión, que es la más tradicional, queda mutilada porque no tiene en cuenta la financiación de las nuevas inversiones como *por ejemplo*:

- Nuevas inversiones futuras en activos fijos (maquinaria, útiles, I+D, locales, etc.)
- Incremento de las necesidades en fondo de maniobra, en la medida que el crecimiento de las ventas demanda mayor inversión a corto plazo si no se modifican las rotaciones de las masas patrimoniales.

Con el fin de ampliar estos aspectos, se procede a ajustar los distintos flujos en función de su finalidad. A modo de ejemplo y partiendo de la cuenta de explotación expuesta en el punto 3.2., se expone cuantitativamente el cálculo y resultado al que conduce la aplicación de este modelo.

### 3.4. CÁLCULO DEL FLUJO LIBRE DE CAJA PARA EL ACCIONISTA. (Free cash-flow) a

En primer lugar se expone cómo se debe realizar el cálculo para obtener el flujo de fondos que corresponde al accionista.

Flujos de fondos considerados	Año n
<b>Cash-flow económico u operativo</b> (Que considera el efecto fiscal por los beneficios), es decir, (BDI + amortizaciones)	
- Inversiones previstas a realizar. <sup>(1)</sup>	
- Incremento del fondo de maniobra. <sup>(2)</sup> (Incremento de necesidades futuras para la financiación del crecimiento del circulante)	
- Devolución de deuda + Aportaciones de nueva deuda <sup>(3)</sup>	
<b>Free Cash-Flow <sup>(4)</sup></b> (Cash-Flow para el accionista)	

(1) *Cifra prevista de las inversiones a realizar en un futuro, supuesto que la misma la acometería el accionista a través de la retención del beneficio.*

(2) *El incremento en las nuevas necesidades de recursos financieros a corto plazo o nuevas necesidades en fondo de maniobra, obedece a la necesidad de financiar el crecimiento de las ventas, supuesto que las rotaciones de las masas patrimoniales que afectan a estas inversiones (stocks, crédito a clientes, etc) no se prevean variar en uno u otro sentido.*

(3) *Aquí se ha partido del supuesto que la diferencia entre la devolución de deuda y la nueva incorporación de deuda, suponga una amortización neta de la indicada en cada ejercicio.*

(4) *Para un inversor, el free cash-flow, es decir, la capacidad de generar liquidez neta de una inversión, es el considerado como más ajustado a la realidad.*

### 3.5. CÁLCULO DEL FLUJO LIBRE DE CAJA PARA LA EMPRESA. (Free cash-flow)

El flujo de fondos disponibles para la empresa corresponde a los fondos generados por la actividad propia de la misma, considerando el efecto fiscal.

La diferencia más sobresaliente, con relación al cash-flow libre para el accionista que se ha analizado en el punto anterior es que parte del supuesto de que el endeudamiento no afecta al resultado, es decir, no existen cargas financieras.

El cálculo para llegar al *cash-flow* libre para la empresa, aplicando el enunciado del punto 3.2. sería:

Flujos de fondos considerados	Año n
EBIT o BAI	3.378
-35% IMPUESTO SOBRE BAI (1)	-1.182
<b>EBT ó BAI</b>	<b>2.196</b>
(no contempla las cargas financieras ni el efecto fiscal, ya que da por supuesto la inexistencia de deuda).	
+ AMORTIZACIONES	1.350
<b>FLUJOS BRUTOS GENERADOS</b>	<b>3.546</b>
- Inversiones previstas a realizar en activo fijo (2)	-2.000
- Incremento en las necesidades del fondo de maniobra. (3)	-210
<b>Free Cash-flow</b> (flujos de fondos para la empresa)	<b>1.336</b>

(1) Como se ha comentado, al no existir cargas financieras, el impuesto sobre sociedades se aplicaría sobre el BAI, ya que coincidiría con el EBT o BAI.

(2) y (3) Se ha partido de los mismos valores aplicados en el cálculo del punto 3.4.



En forma resumida a continuación se exponen las diferencias más sobresalientes de los conceptos expuestos.

#### **Cálculo del *Free Cash-Flow* para el Accionista**

- Se calcula a partir del cash-flow operativo.
- Tiene en cuenta el impuesto sobre sociedades a pagar realmente.
- Contempla las nuevas inversiones necesarias en activos fijos y circulante.
- Considera la devolución de la deuda antigua o el incremento de nueva deuda.

#### **Cálculo del *Free Cash-Flow* para la Empresa**

- Parte del BAI más amortizaciones como expresión del flujo generado por la explotación.
- Aplica el cálculo de los impuestos sobre dicha base, aunque no son los reales a pagar.
- No tiene en cuenta las cargas financieras.
- Contempla las nuevas inversiones en fijo y circulante necesarias.
- No tiene en cuenta las devoluciones e incrementos de nueva deuda.

### 3.6. TRATAMIENTO DEL HORIZONTE TEMPORAL

Determinado ya cómo calcular el coste de los recursos, la tasa de actualización (punto 3.1.) y los flujos a considerar, en los apartados anteriores, queda por definir el horizonte temporal de la valoración, es decir, cuánto tiempo, medido en ejercicios económicos se estima para el cálculo del valor de la empresa.

Cuando el horizonte temporal se estime en un plazo definido por ejemplo: entre 5 y 8 años, el valor de la empresa se determinará por los flujos actualizados del periodo a considerar, actualizados a la tasa considerada.

Para valorar los flujos a actualizar, se deberá proceder a desarrollar las cuentas de explotación previsionales, más las inversiones previstas en activos fijos y en necesidades de fondo de maniobra, a fin de conocer los flujos a utilizar.

La metodología a seguir en un proceso de valoración a horizonte temporal limitado, podría ser:

1. Horizonte temporal de la valoración: 5 años.
2. Tasa de actualización considerada: 10% anual.
3. Flujos de fondos.
4. Valor residual. En ocasiones es conveniente considerar un valor residual que sería el que correspondería al valor que pudiera asignarse a la empresa después del horizonte temporal que se haya considerado.

En el siguiente ejemplo se supondrá que el valor residual en el año 6 pudiera ser de 350.000 u.m.

Período	Flujo de fondos	Importe a considerar
Año 1	<i>Cash-flow</i> libre empresa	150.000 u.m.
Año 2	Id.	168.000 u.m.
Año 3	Id.	188.000 u.m.
Año 4	Id.	210.740 u.m.
Año 5	Id.	236.029 u.m.
Año 6	Valor residual estimado	350.000 u.m.



Desarrollo de la fórmula para el cálculo:

$$VG = \frac{150.000}{(1 + 0,1)} + \frac{168.000}{(1 + 0,1)^2} + \frac{188.000}{(1 + 0,1)^3} + \frac{210.740}{(1 + 0,1)^4} + \frac{236.029}{(1 + 0,1)^5} + \frac{350.000}{(1 + 0,1)^6}$$

706.936 197.566

y realizando las correspondientes operaciones se obtiene que:

$$VG = 706.936 + 197.566 = 904.502 \text{ u.m.}$$

Siendo el **VG = valor de rendimiento o valor global**.

Éste sería el valor total de la empresa. La diferencia entre éste y el valor contable origina el goodwill o fondo de comercio, que se analizará en el capítulo 4.

Las 706.936 u.m. actualizadas suponen que el 78% del valor de global y el 22% restante obedece al valor residual de la empresa al final de su actividad.

Ejemplo integrado de aplicación:

A continuación se procede a plantear un ejercicio global sobre los temas que se han visto en este capítulo:

La empresa «**RODIX, S.A.**» que pasa por ciertas dificultades como a) delicada situación por cambio generacional, b) escasez de liquidez, c) pérdida de competitividad, d) obsolescencia de muchos artículos de su catálogo, e) fuerte amenaza de introducción en el mercado nacional de competencia extranjera, f) imposibilidad de acometer acciones comerciales, etc. ha preparado un plan de acción para posibles interesados en participar o comprar la empresa.

A pesar de lo expuesto anteriormente, la empresa, sigue gozando de una cuota de mercado muy importante y de un prestigio merecido, derivado de haber sido de los primeros fabricantes en el país y que aún conserva, si bien en los últimos años se ha visto debilita por las razones expuestas que redundan en un servicio deficiente al cliente, atrasos en el pago de sus facturas, bancos que han negado créditos, etc.

El último balance contable histórico (año n) presenta la siguiente estructura:

ACTIVO		PASIVO	
Inmovilizado NETO	3.489.000	Recursos propios	1.262.600
		Capital social	400.000
		(8000 acciones a 50 c/u)	
		Reservas totales	862.600
		Exigible a largo plazo	3.177.400
		Préstamo hipotecario a 10 años, (se empieza a pagar linealmente a partir del año n+1)	
		<b>TOTAL Recursos permanentes</b>	<b>4.440.000</b>
Circulante TOTAL	6.413.200	Exigible a corto plazo (sin coste)	5.462.200
		(Organismos oficiales, proveedores, acreedores, etc.)	
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>9.902.200</b>	<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>9.902.200</b>

Fondo de maniobra estático:

$$\text{Activo Circulante} - \text{Exigible a corto plazo} \\ = (6.413.200 - 5.462.200) = 951.000 \text{ u.m.}$$

Así mismo, la cuenta de explotación correspondiente al mismo ejercicio presenta los siguientes datos ( en u.m.):

Ventas netas	16.278.000
- Consumos	-9.041.000
- Coste variables de produc.	-3.022.000
- Coste variables comerc.	-1.515.000
Margen bruto	2.700.000
- Costes fijos o estructura	-1.477.000
- Amortizaciones	-280.000
- Otros costes	-60.000
BAII	883.000
- Cargas financieras	-331.000
BAI	552.000
- Impuesto sobres sociedades	-193.000
BDI	359.000

Habiendo realizado un estudio de viabilidad, los técnicos han llegado a cuantificar un plan de inversiones para el quinquenio (año n+1) (año n+5), que se expresa a continuación:

**Plan de Inversiones para el período N+1/N+5 (en miles de u.m.)**

Concepto	Año n+1	Año n+2	Año n+3	Año n+4	Año n+5	Total
Maquinaria	500	500	200	200	200	1.600
Troqueles, moldes, etc.	400	400	300	300	300	1.700
Equipo informático	200					200
Mobiliario	100					100
Remodelación y adecuación de instal.	300	200	100			600
<b>TOTALES</b>	<b>1.500</b>	<b>1.100</b>	<b>600</b>	<b>500</b>	<b>500</b>	<b>4.200</b>

En la última columna del cuadro figura el total a invertir en cada partida y en las columnas anuales el importe a pagar cada año de acuerdo con lo pactado con los proveedores y acreedores.

Si se realiza la inversión la empresa estará en condiciones de trabajar a pleno rendimiento a partir del propio año n+1.

**Cuentas Previsionales de Explotación (n+1/n+5) (en miles de u.m.)**

Cuentas	n+1	n+2	n+3	n+4	n+5
Ventas netas	19.220	21.280	23.500	26.000	28.900
- Costes variables totales	-15.760	-17.428	-19.215	-21.286	-23.681
Margen bruto	3.460	3.852	4.285	4.714	5.219
- Costes de estructura	-1.558	-1.709	-1.851	-2.035	-2.229
- Amortizaciones <sup>(1)</sup>	-670	-670	-720	-750	-800
BAII	1.232	1.473	1.714	1.929	2.190
- Cargas financieras <sup>(2)</sup>	-330	-330	-330	-330	-330
BAI	902	1.143	1.384	1.599	1.860
- 35% impuestos sobre beneficios	- 316	-400	- 484	- 560	-651
<b>BDI</b>	<b>586</b>	<b>743</b>	<b>900</b>	<b>1.039</b>	<b>1.209</b>
<i>Cash Flow Económico</i>	1.256	1.413	1.620	1.789	2.009

- 
- (1) *Incluyen las dotaciones históricas más las correspondientes a las nuevas inversiones.*
- (2) *Dada la evolución futura de los tipos de interés, se consideran contenidas.*
- 

A partir de los datos propuestos, se procede al cálculo de los flujos de fondos para la empresa y para el accionista, que se vieron en los apartados 3.4. y 3.5.

Cálculo de las necesidades de fondo de maniobra: Cuando una empresa crece en ventas, se producen unas necesidades financieras en la medida que debe invertir en stocks, saldo de clientes, etc. Estas necesidades de inversión en circulante, para diferenciarlas de las inversiones en activos fijos, deben ser objeto de gran atención, ya que de ignorarlas puede producir situaciones comprometidas, sobre todo en la liquidez de la empresa.

Para calcular las necesidades de fondo de maniobra en el caso que nos ocupa y, partiendo de los datos históricos de que se disponen, se debería proceder a calcular las futuras necesidades a través de la siguiente propuesta.

Datos históricos: Cálculo del fondo de maniobra estático en el Año n.

Activo circulante - Exigible a corto plazo = 951.400 u.m.

Si se compara esta cifra con el volumen de ventas del mismo período, se obtiene:

Datos del año n:

$$\frac{\text{Fondo de maniobra (951.400)}}{\text{Ventas (16.278.000)}} = 5,85\%$$

Es decir, históricamente, en esta empresa y dadas sus políticas de cobro, pago y rotación de stocks, las necesidades en fondo de maniobra equivale al 5,85% de la cifra de ventas del período que se calcula.

Conocido este valor de partida y, supuesto que no se prevea modificar los plazos de cobros, pagos y stocks, se pueden calcular las nuevas necesidades financieras, a través de la siguiente aplicación:

Cuadro para el cálculo de las necesidades financieras futuras en fondo de maniobra:

Año n (Punto de partida)	5,85 s/ventas 16.278.000	Fondo de maniobra necesario = 951.400	Fondo de maniobra de año anterior	Diferencia (+/-) necesidades en fondo de maniobra
Año n+1	5,85% s/19.220.000	1.124.370	951.400	172.970
Año n+2	5,85% s/21.280.000	1.244.880	1.124.370	120.510
Año n+3	5,85% s/23.500.000	1.374.750	1.244.880	129.870
Año n+4	5,85% s/26.000.000	1.521.000	1.374.750	146.250
Año n+5	5,85% s/28.900.000	1.690.650	1.521.000	169.650

También se pueden calcular las necesidades del fondo de maniobra mediante algunos métodos tradicionales, de entre los que cabe destacar el método de las rotaciones.

Cálculo del flujo de fondos, disponible para el accionista  
(*Free cash-flow*) a (en miles de u.m.)

Flujos de fondos considerados	Año n+1	Año n+2	Año n+3	Año n+4	Año n+5
<i>Cash-flow</i> económico:					
BDI+amortizaciones	1.256	1.413	1.620	1.789	2.009
- Inversiones a realizar	-1.500	-1.100	-600	-500	-500
- Incrementos en fondo de maniobra	-173	-120,5	-129,8	-146,2	-169,6
- Devolución de deuda <sup>(1)</sup>	-317,7	-317,7	-317,7	-317,7	-317,7
<b>FREE CASH-FLOW PARA EL ACCIONISTA</b>	<b>-735</b>	<b>-1.252</b>	<b>572,5</b>	<b>825,1</b>	<b>1.021,7</b>

(1) Corresponde a la devolución del préstamo que figura en el pasivo del balance del año n y cuya anualidad es:  $3.177.440/10$  años = 317.744 u.m. Solo se han tenido en cuenta la devolución de deuda. En su caso, faltaría añadir nueva deuda, para equilibrar la financiación, pero en el cálculo no se ha considerado porque en el enunciado no se ha contemplado.

A continuación se procede a calcular los flujos de fondos que corresponden a la empresa.

Flujos de fondos considerados	Año n+1	Año n+2	Año n+3	Año n+4	Año n+5
BAIL	1.232	1.473	1.714	1.929	2.190
- 35% impuesto sobre beneficios	-431,2	-515,6	-600	-675	-766,5
= BAIL NETO	800,8	957,4	1.114	1.254	1.423,5
+ Amortizaciones	+670	+670	+720	+750	+800
<b>FLUJOS BRUTOS GENERADOS</b>	<b>1.470,8</b>	<b>1.627,4</b>	<b>1.884</b>	<b>2.084</b>	<b>2.353,5</b>
- Inversiones a realizar en fijo	-1.500	-1.100	-600	-500	-500
- Incremento en fondo de maniobra	-173,3	-120,5	-129,8	-146,2	-169,6
<b>FREE CASH-FLOW PARA LA EMPRESA</b>	<b>-202,5</b>	<b>406,9</b>	<b>1.154,2</b>	<b>1.437,8</b>	<b>1.683,9</b>

En el caso de considerar la posibilidad de contemplar un valor residual en el año 6, se debería considerar un valor final razonable y, se trataría como un flujo más.

Una vez obtenidos los distintos flujos se procede a actualizar los mismos, aplicando la tasa de actualización correspondiente, según se trate de flujos para la empresa o para el accionista, tal como se ha comentado. La suma actualizada de estos flujos, pondrá en evidencia el valor global de la empresa.

**Conclusión:** El flujo a elegir en la valoración de una empresa pueden ser diversos, si bien en la práctica habitual, los flujos netos bien para la empresa, cuando la adquiere otra, o para el accionista si la adquisición la realizan unos inversores, son los más usuales.



## 4. EL GOODWILL O FONDO DE COMERCIO

El fondo de comercio o «goodwill» (terminología anglosajona) es el sobreprecio que un comprador paga por una empresa con respecto al valor contable corregido.

Conceptualmente, el fondo de comercio, corresponde a la cuantificación de los valores intangibles (este tema será objeto de estudio en el capítulo 5). Algunos ejemplos de activos intangibles podrían ser:

- La cartera de clientes.
- La gama de productos.
- La cuota de mercado.
- Sector o sectores en los que opera.
- Prestigio de la empresa que le otorga el mercado.
- Patentes y derechos exclusivos de fabricación.
- Red de distribución.
- Acuerdos con terceros.
- Calidad humana de la organización.
- Clima laboral.
- Aprovechamiento de las sinergias.
- etc.

Estos aspectos sin exclusión de otros no figuran en el balance. En todo caso, el balance refleja el resultado obtenido por la explotación de dichos aspectos que, obviamente, también pueden presentar un resultado negativo. Por consiguiente, en circunstancias normales, además de un valor contable corregido o valor sustancial que se ha analizado en el capítulo 3, no se debe obviar la existencia de «algo» que también se debe contemplar en el valor global de la empresa, y que obedece a la cuantificación de ciertos conceptos, aspectos y valores de los que dispone la empresa que, por otro lado, es lo que realmente suele interesar al comprador.

De acuerdo con lo expresado, el fondo de comercio se puede expresar, mediante la siguiente igual:

$$VG = VC_c + W \quad \text{ó} \quad W = VG - VC_c$$

Donde:

$VG$  = Valor total de la empresa

$VC_c$  = Valor contable estático (contable corregido o sustancial)

$W$  = Goodwill o Fondo de Comercio

*Por ejemplo:*

Supongamos que el valor contable corregido de una empresa asciende a 2.654.000 €. Si el comprador está dispuesto a pagar por ella 5.000.000 €, supone que está dispuesto a pagar 2.346.000 €, más de lo que realmente expresa el valor contable corregido. Esta «prima» que el comprador paga por encima del valor contable, es lo que el interesado en adquirir la empresa estima que valen aquellos aspectos y valores que se han comentado.

De acuerdo con la fórmula anterior, se expresaría así:

$$\begin{array}{rcl}
 \text{VALOR GLOBAL} & = & \text{VCC} + \text{W} \\
 5.000.000 \text{ €} & = & 2.654.000 + 2.346.000 \\
 & & \text{ó} \\
 \text{W} & = & \text{VG} - \text{VCC} \\
 2.346000 \text{ €} & = & 5000.000 - 2.654.000
 \end{array}$$

Es importante resaltar que el *GOODWILL*, o FONDO DE COMERCIO solo puede aparecer en el balance del comprador, por la cantidad realmente pagada por él. Es decir, debe obedecer a una operación real y no ficticia. Asimismo, la amortización del fondo de comercio actualmente se encuentra en un proceso de regulación a nivel internacional, para evitar los excesos y abusos que se han cometido repetidamente en cuanto a las políticas de amortización del mismo, perjudicando al fisco o propiciando operaciones totalmente ajenas a la propia compraventa de empresas.

Tal como se ha indicado, cuando el valor total pagado por el adquirente de una empresa es superior al valor estático es que se ha pagado un fondo de comercio o *goodwill*. Contrariamente, cuando una empresa se vende por un valor inferior al estático, la interpretación que se debe dar es que el futuro de la empresa está comprometido o, dicho de otra forma, que lograr que la empresa entre en rentabilidad supone un mayor coste a afrontar por el comprador. En este caso, se dice que el fondo de maniobra es negativo, o, en lugar de *goodwill*, se denomina *badwill*.

En función del origen que pueda generar el pago de una prima o fondo de comercio, permite agrupar dicho

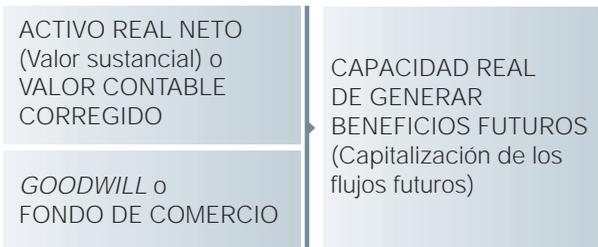


concepto en cuatro grandes grupos:

- **Public Goodwill.** Hace referencia a la reputación de la empresa en un contexto global. Por ejemplo: El Corte Inglés, Coca-Cola, etc.
- **Comercial Goodwill.** Se refiere a la actitud de los clientes en lo relativo a la calidad, servicio, distribución, productos, etc. Por ejemplo: Carrefour, Continente, etc.
- **Industrial Goodwill.** En este apartado destacan los aspectos relacionados con la estructura industrial, automatización, nuevas tecnologías, etc. Por ejemplo: Endesa, Renault, etc.
- **Financial Goodwill.** Se valora en este grupo la actitud frente a terceros en el campo de financiación. Por ejemplo Bancos y Cajas de Ahorro, Seguros, etc.

Las empresas bien situadas en cualquiera de estos grupos pueden llegar a alcanzar unos valores globales muy superiores a los valores contables estáticos, lo cual pone de manifiesto que lo que se persigue en la adquisición de empresas no suelen ser sólo los bienes y derechos que figuran en el balance, sino la capacidad de generar beneficios futuros, lo cual se consigue a través de los bienes intangibles que se han comentado.

Gráficamente el concepto de *goodwill* sería:



**Conclusión:** El fondo de comercio es el sobreprecio que alguien está dispuesto a pagar por adquirir una empresa, por encima del valor contable o estático.

---

## 5. VALORACIÓN DE MARCAS Y ACTIVOS INTANGIBLES

---

En el capítulo 2 se han expuesto los modelos clásicos de valoración de empresas que se basan en la valoración contable, es decir, en una valoración estática, reflejada en la documentación contable.

Posteriormente, en el capítulo 3, se observó que este sistema ignoraba la capacidad de la empresa para generar beneficios. A partir de esa premisa, surgieron los métodos de valoración a través de la actualización de los flujos futuros generados.

La combinación entre los dos métodos originaron los actuales sistemas de valoración, así como el cálculo del fondo de comercio o «*goodwill*», que se trató en el capítulo 4.

En el presente capítulo, se tratará la valoración de ciertos bienes que aún estando clasificados como inversión y formando parte del inmovilizado del Activo, deben ser objeto de un tratamiento especial con relación a la valoración de los tradicionales bienes de Activo, que consideran los principios contables.

Los distintos bienes que figuran en cualquier Activo se pueden clasificar en:

- a) **Activos tangibles.** Como su nombre indica, son aquellos bienes que están materializados y que son objeto de aplicación de una disciplina al efecto, que emana de la propia práctica contable y de los criterios sobre valoración que establece la normativa al efecto.

Algunos ejemplos sobre activos tangibles son:

- Bienes de carácter físico:
- Terreno, Edificio, Maquinaria, Vehículos, Stocks, etc.
- Bienes de carácter financiero: Efectivo, inversiones financieras temporales, saldos disponibles, etc.

- b) **Activos intangibles.** Aunque no existe un criterio unificado, una tendencia generalizada consiste en considerar a los activos intangibles como la capacidad potencial de toda empresa para generar beneficios futuros.



Por otro lado, desde una perspectiva puramente contable contempla que, cuando la empresa ha producido sus propios activos intangibles a través de su propio desarrollo, investigación y producción, su valoración se debe realizar en base a la aplicación de la Resolución de 9 de mayo del año 2.000 que aconseja el ICAC (Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas que en la norma primera establece criterios para su valoración.

Algunos ejemplos de bienes intangibles podrían ser:

- Contratos, licencias, franquicias, etc.
- Derechos: patentes, programas informáticos (software), copyrights, etc.
- Otros derechos: marcas, derechos de explotación, derechos de imagen, know-how, investigación, etc.

Por otro lado, una reflexión razonada pone de manifiesto que:

- Redes de ventas y distribución.
- Marcas comerciales.
- Patentes y tecnología.
- Investigación y desarrollo.
- Derechos franquiciados.
- Programas informáticos exclusivos.
- Etc.

constituyen por lo general, uno de los valores más importante de la empresa.

Realmente no es fácil valorar ciertos derechos o activos intangibles, dado que en muchas ocasiones la influencia de ciertos aspectos en ocasiones muy subjetivos, pueden hacer poco riguroso ese proceso.

Estudiosos del tema que aquí nos ocupa, han analizado el origen e interpretación de este tipo de activos, que se pasa a estudiar.

Si nos centramos en cómo se puede valorar una marca, nos podemos basar en la siguiente definición:

«La percepción para los clientes de un valor adicional a su producto respecto al valor de otro producto idéntico que careciera de marca, es decir, de una denominada marca blanca»,

o bien,

«Conjunto de aspectos positivos o negativos que pueden añadir o restar valor al valor intrínseco de un producto o servicio que suministra una empresa».

En el caso de que la empresa cotice en Bolsa, muchos autores defienden que, la cotización de sus acciones ya contempla el valor global que estaría dispuesto a pagar cualquier inversionista. Esta afirmación, debe ser, como mínimo muy discutible.

Dando por buena esa afirmación, la pregunta surge a continuación:

1. ¿Cuánto valdría, por ejemplo la marca si se pudiera separar del conjunto de activos de la compañía?
2. Si se tuvieran que actualizar los flujos futuros, como se ha visto anteriormente, ¿qué parte de los flujos futuros procederían de la marca que se valora, de otras partes o marcas?

Evidentemente, planteado así la cuestión resulta mucho más complicada.

## 5.1. DIFERENCIA ENTRE ESTOS CRITERIOS Y EL FONDO DE COMERCIO

En el capítulo 4 se expuso el fondo de comercio o *goodwill*, su cálculo e interpretación.

Allí se vio que el fondo de comercio es el sobreprecio que alguien está dispuesto a pagar por una empresa, por encima de su valor contable.

Asimismo, el *goodwill* también se puede entender como la combinación de los métodos estáticos y dinámicos, es decir entre el valor contable y el método del descuento futuro de flujos.



El *goodwill* se entiende pues como un todo, es decir, el rendimiento estimado del conjunto de bienes y derechos de una empresa.

En cambio cuando se trate de activos intangibles, la determinación de su valor es mucho más compleja e incluso puede contener un alto grado de subjetividad.

A continuación, y a modo de orientación, comentaremos los aspectos más sobresalientes a tener en cuenta para la valoración de las marcas y de los activos intangibles.

## **5.2. VALORACIÓN DE LOS ACTIVOS ADQUIRIDOS**

Cuando un activo intangible ha sido adquirido a un tercero, su valor es explícito, es decir, el que costó en su momento.

Los activos intangibles adquiridos al exterior, generalmente afectos a ciertos derechos de adquisición determinados y específicos, suelen identificarse y cuantificarse con relativa facilidad, por lo que su valoración se centrará en el marco de la propia operación de compra o adquisición.

## **5.3. VALORACIÓN DE LOS ACTIVOS INTANGIBLES GENERADOS O PRODUCIDOS POR LA PROPIA EMPRESA**

En cambio, una marca de creación propia, es decir desarrollada internamente, fruto del concierto de unos costes en I+D, y de otros factores identificados como intangibles, deben ser objeto de un especial tratamiento.

Cuando unos activos intangibles se generan internamente en una empresa, situación muy frecuente, sobre todo en empresas de alta tecnología o de investigación aplicada, como laboratorios, Universidades, etc. la ausencia de un referente que facilitara la aplicación de una valoración objetiva, exige la disponibilidad de una contabilidad de gestión muy rigurosa y objetiva.

A este respecto un sistema que, hasta la fecha se ha constituido de gran valor es el sistema de contabilidad interno denominado ABC (*activity basic costing*) integrado en un modelo de gestión ABM (*activity basic management*).

La recomendación de este sistema se sustenta en que el mismo se constituye en un proceso de identificación, medición y desarrollo de los activos intangibles con claro enfoque estratégico. Esta particularidad facilita identificar, valorar y clasificar los activos intangibles que se van generando de forma individual dado que la imputación de cada coste se realiza por actividades específicas y no en función de los sistemas tradicionales de costes.

A pesar de su aparente simplicidad, la valoración de los activos intangibles a través de los costes internos de producción, generan dificultades que es conveniente revisar a través de la siguiente propuesta:

Proceso para la aplicación correcta del coste de producción:

1. Identificar el intangible como aportación de una ventaja competitiva, mediante la realización de un análisis interno tanto de los recursos como de las capacidades disponibles.
2. Relacionar los consumos y costes que se producirán para la obtención del intangible deseado. Por ejemplo: a) materias primas, b) coste de estudios previos, permisos, etc., c) coste de la posible formación necesaria y específica de los empleados, para obtener el mismo, d) costes de tipos social y externos para reparar posibles daños, e) conocimiento de la localización de las distintas necesidades, etc.
3. Decidir cuándo el activo intangible obtenido se ha finalizado. Este punto está directamente relacionado con la asignación de la amortización correspondiente según las normas de valoración de inmovilizado inmaterial actualmente en vigor.
4. Establecer el período de vida útil asignado al bien intangible. Por ejemplo un programa o utilidad informática puede tener una vida relativamente corta, mientras que en otros casos la explotación de una marca puede considerarse a un horizonte temporal ilimitado.



Como se ha comentado anteriormente, es muy recomendable que la empresa disponga de un sistema de aplicación de costes que permita y facilite la imputación más racional y objetiva de los mismos, dado que la utilización de un sistema poco riguroso puede conducir a una valoración extorsionada por defecto o exceso de un activo intangible.

#### **5.4. DISTINTAS PROPUESTAS DE MÉTODOS DE VALORACIÓN DE MARCAS Y ACTIVOS INTANGIBLES**

Dada la complejidad que plantea la valoración de los bienes que nos ocupan, a continuación pasaremos a detallar los métodos más aconsejables por expertos en la materia.

Algunos métodos de valoración coinciden con los que se han estudiado en anteriores capítulos, mientras que otros son más específicos y aconsejables para ésta. En el siguiente cuadro figuran los distintos métodos con el correspondiente comentario para cada uno de ellos.

##### **Método Propuesto para la Valoración de Marcas e Intangibles**

###### **Aspectos más destacables del mismo**

- **Valor de mercado de las acciones de la empresa**

Basado en el valor de las acciones en los mercados. Metodología que se fundamenta en el valor de uso cotidiano del bien o marca, con preferencia a contemplar el valor potencial que podría suponer a un tercero. Este método propone una aproximación a la determinación de un valor objetivo de las marcas, relacionados con los factores que determinan el mismo.

A un nivel más detallado, facilita el hecho de aislar el valor de la marca.

- **Diferencia entre el valor contable ajustado de las acciones y del valor de las acciones en los mercados**

El valor contable ajustado corresponde a lo expuesto en el capítulo 2. El valor de las acciones en el mercado, corresponde a aquel que los mercados atribuyen al valor de la acción. La diferencia entre ambos recibe la denominación de *goodwill*, tal como se analiza en el capítulo 4.

- **Método basado en el coste**

Basado en el conocimiento de los costes en que se ha incurrido para lograr el bien o marca. En este caso el valor sería la suma de los costes conocidos, más una prima de beneficio deseada. Este modelo implica disponer de una información contable fiel y rigurosa con el fin que el coste refleje la realidad. Asimismo, también se podría contemplar el valor de reposición, que consiste en el cálculo de lo que costaría actualmente volver a crear o duplicar el bien a valorar.

- **Valor comparativo**

Se precisa conocer el valor de una marca o licencia que comercialice productos sin marca (marca blanca). La diferencia vendrá expresada entre el valor de ambas marcas. Una alternativa a la propuesta anterior consiste en actualizar el mayor volumen de negocio de una empresa con marca, con relación a la de una empresa de marca blanca.

- **Método basado en la capacidad de flujos futuros**

Este método estima el valor de la marca o bien intangible a partir de la actualización de los beneficios futuros que se supone generarán la explotación de dicho bien. Remitimos al lector al capítulo 3, donde se expone detalladamente el método dinámico basado en el descuento de flujos futuros.



Cada propuesta estará íntimamente relacionada con las motivaciones que induzcan a la valoración.

Estas motivaciones obedecen al mismo planteamiento que se siguió en el punto 1.5. sobre las consideraciones a tener en cuenta para valorar una empresa.

Allí se distinguían varias preguntas que aquí retomamos: ¿valoración para quién? y ¿valoración por qué?

En cuanto a la primera pregunta planteada es lógico pensar que no se tratará de igual forma un proceso de valoración cuando se trate de hacerlo para la empresa propietaria del bien a valorar que, si se trata de una valoración en interés de una empresa competidora, que desee introducir la marca para potenciar otras, etc.

Sobre la segunda pregunta el planteamiento se centrará principalmente en determinar si el valor de la misma es para su venta global, o para establecer unos cánones o royalties, o simplemente para proceder a la incorporación de su valor en el activo, estableciendo a su vez la amortización correspondiente.

## 5.5. UNA PROPUESTA DE VALORACIÓN DE MARCAS Y ACTIVOS INTANGIBLES

Supongamos que una empresa ha valorado un activo intangible ante la posibilidad de venderla así:

Valor contable corregido	+	Goodwill atribuido
2.500	+	1.600
<hr/>		
Valor global de la empresa según el vendedor = 4.100 u.m.		

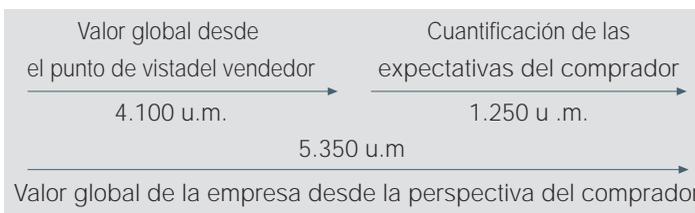
Es decir, el vendedor está dispuesto a vender un intangible que figura en su balance por 2.500 u.m., por un valor global de 4.100 u.m.

El supuesto comprador parte de la base de que le costaría 4.100 u.m. No obstante, cree que la explotación del mismo le proporcionará un mayor rendimiento. Este aspecto también debe cuantificarse.

Siguiendo el ejemplo anterior, supongamos que el comprador estima que la explotación del bien adquirido le proporcionará los siguientes ingresos:

- Apoyo importante a su actual marca, con la incorporación de la que se desea valorar: 350 u.m.
- Concentración de puntos de venta u delegaciones que le supondría un importante ahorro de los costes actuales, que se cifran en 300 u.m.
- Sinergias que se esperan alcanzar con la supresión por una parte de productos obsoletos o no rentables y la incorporación de otros con mayores márgenes y demanda: 600 u.m.

La suma de los conceptos detallados, asciende a 1.250 u.m., por lo que ahora se procedería al cálculo global del valor desde la perspectiva del comprador.



La valoración de una marca o activos intangibles suele ser frecuente, con independencia del valor global de la empresa, o como complemento al mismo.

La valoración de activos intangibles adquieren una gran importancia cuando la empresa cuenta con escasos activos tangibles, pero con gran capacidad de generar futuros beneficios y que, además supongan importancias sinergias cuando se aúnen con otras marcas o activos. Un ejemplo de lo comentado corresponde a la valoración de empresas tecnológicas, como ha venido sucediendo en los últimos años.

ELISEU SANTANDREU  
 Coordinador de Formación del Centre Metal·lúrgic  
 Profesor de EADA.