
Método de valoración de empresas

Francisco J. Barrionuevo Canto

Autor: Francisco J. Barrionuevo Canto

Editor: Fundación Novasoft

Género: Ensayo

Materia: Teoría y comportamientos
organizativos

Fecha de publicación: 31/05/2014

ISBN: 978-84-606-6217-4

ÍNDICE

1	INTRODUCCIÓN	5
1.1	LA CREACIÓN DE VALOR PARA EL ACCIONISTA. PORQUÉ Y PARA QUÉ.....	6
1.2	LA PSICOLOGÍA DE LAS FINANZAS	8
2	ELEMENTOS A DESTACAR PARA UNA ADECUADA VALORACIÓN DE EMPRESA	11
2.1	PROPÓSITOS A LA HORA DE VALORAR UNA EMPRESA	12
2.2	TRAMPAS Y ERRORES COMUNES A LA HORA DE VALORAR UNA EMPRESA.....	12
3	MÉTODOS DE VALORACIÓN DE EMPRESAS	17
3.1	INTRODUCCIÓN.....	17
3.1.1	<i>Valor y precio, he aquí el quid de la cuestión</i>	<i>18</i>
3.2	MÉTODO DE DESCUENTO DE FLUJO DE CAJA (DFC)	19
3.3	MÉTODO BASADO EN EL BALANCE (VALOR DEL PATRIMONIO NETO)	22
3.3.1	<i>Valor de libro</i>	<i>23</i>
3.3.2	<i>Valor de libro ajustado</i>	<i>23</i>
3.3.3	<i>Valor de liquidación</i>	<i>24</i>
3.3.4	<i>Valor sustancial.....</i>	<i>24</i>
3.4	MÉTODO BASADO EN LOS INGRESOS DECLARADOS	24
3.4.1	<i>Valor del beneficio. PER</i>	<i>25</i>
3.4.2	<i>Valor de los dividendos</i>	<i>25</i>
3.4.3	<i>Múltiplos de venta</i>	<i>27</i>
3.4.4	<i>Otros múltiplos</i>	<i>27</i>
3.5	MÉTODOS BASADOS EN EL FONDO DE COMERCIO	28
3.5.1	<i>El método de valoración "clásico"</i>	<i>28</i>
3.5.2	<i>El método simplificado "ingresos de fondo de comercio abreviado".....</i>	<i>29</i>
3.5.3	<i>Unión de Expertos Contables Europeos método (UEC)</i>	<i>29</i>
3.5.4	<i>Método indirecto</i>	<i>29</i>
3.5.5	<i>Anglosajón o método directo</i>	<i>30</i>
3.5.6	<i>Método de compra beneficio anual.....</i>	<i>30</i>
3.5.7	<i>Riesgo de soporte y método de la tasa libre de riesgo</i>	<i>30</i>
4	TIPOLOGÍAS DE EMPRESAS. MÉTODOS DE VALORACIÓN AD HOC ATENDIENDO PARTICULARIDADES Y SITUACIONES.....	32
4.1	LA EMPRESA DE BASE TECNOLÓGICA. INTRODUCCIÓN.....	32
4.1.1	<i>Ajustes a los métodos tradicionales</i>	<i>33</i>
4.1.2	<i>Múltiplos usados para valorar compañías de internet</i>	<i>34</i>
4.1.3	<i>Valoraciones de las Dotcom. Caso Amazon</i>	<i>34</i>
4.1.4	<i>El caso de la compra de WhatsApp por Facebook por 19.000 millones de dólares</i>	<i>37</i>

4.1.5	Caso de valoración 51% de YPF. Estado argentino “Vs.” Repsol.....	41
4.2	LOS MÉTODOS DE VALORACIÓN MÁS USADOS EN PROCESOS DE MERGES & ACQUISITIONS (M&A).....	42
4.3	MÉTODO DE VALORACIÓN AD HOC APLICADO A UN CASO REAL: MERGE EMPRESAS ALPHA/BETA.....	43
4.3.1	Criterios de valoración que servirán de base para la firma de un acuerdo.....	43
4.4	LA EMPRESA FAMILIAR.....	46
4.4.1	Motivos que mueven a la empresa familiar para su valoración.....	46
5	CONCLUSIONES.....	48
6	GLOSARIO DE TÉRMINOS.....	50
7	FUENTES BIBLIOGRÁFICAS.....	52
7.1	PÁGINAS WEBS Y BLOGS VISITADOS ENTRE EL 3 DE MARZO Y 27 DE ABRIL DE 2014.....	52
7.2	LIBROS.....	52
7.3	REVISTAS CIENTÍFICAS.....	53

Resumen

El trabajo tiene como objetivo analizar los diferentes métodos de valoración de una empresa y obtener conclusiones sobre qué métodos son los más adecuados, ya sea debido al consenso de los expertos o bien por ser los más usados y aceptados. Estudiaremos los pros y contras de cada método, además de la casuística que podemos encontrarnos a la hora de valorar empresas de diferentes sectores y condición. Tendremos en cuenta la complejidad que supone llevar a cabo valoraciones de activos intangibles como la marca, la capacidad de innovación, sus patentes y modelos de utilidad, fondo de comercio, acceso a mercados con presencia y despliegue, redes de distribución, etc. Además, analizaremos las trampas más comunes que se dan a la hora de llevar a cabo la valoración de una empresa.

En efecto, en este trabajo esperamos dejar respuesta a muchas cuestiones en el ámbito de la valoración de empresas. Por último, aplicaremos las técnicas estudiadas a casos prácticos que le darán al trabajo el nivel necesario de empirismo.

Abstract

The work aims to analyse the different methods of valuing a business, and draw conclusions about which methods are most suitable, either due to scholarly consensus or by being the most widely used and accepted. We will study the pros and cons of each method, in addition to the casuistry that can be found when valuing companies from different sectors and condition. We will consider the complexity of carrying out valuations of intangible assets such as brand, capacity for innovation, patents and utility models, goodwill, market access presence and deployment, distribution networks etc. And we will analyse the most common pitfalls that occur when carrying out an assessment of a company.

Therefore, in this work we hope to leave many unanswered questions in the field of business valuation. Finally, we apply the techniques studied case studies that will give the work the necessary level of empiricism.

1 INTRODUCCIÓN

La valoración de una empresa es un ejercicio de sentido común que requiere de pocos conocimientos técnicos y mucho sentido común (Fernández, 2013)¹. Ambos son necesarios para no perder de vista:

1. ¿Qué se está haciendo?
2. ¿Por qué se está haciendo la valoración de determinada manera?
3. ¿Para qué se está haciendo la valoración?
4. ¿Para quién se está haciendo?

Valorar un negocio es un proceso empresarial que no se reduce a cuestiones técnicas, y por tanto precisa de la intervención de los gestores involucrados en la decisión, en su mayoría no financieros. Entender la lógica que subyace en el valor económico ayuda a no caer en errores o trampas durante el proceso (Lubián, 2001)². Esta orientación al valor económico como un elemento fundamental para la toma de decisiones es una realidad que siempre ha estado presente en la buena práctica empresarial, distinguiendo entre lo que es un buen y un mal negocio.

La valoración de empresas preocupa y ocupa desde hace tiempo a teóricos y empíricos de la economía y la gestión empresarial. Se pide un patrón de medida universal que permita fijar de un modo justo el valor atribuible a la riqueza de una empresa. Pero basta con repasar toda la literatura económica de los últimos años para darse cuenta que no se ha descubierto todavía tal “patrón de medida”, reconocido universalmente y, en consecuencia, incontestable. En la práctica, existe un gran número de métodos de valoración. Por una parte se encuentran los denominados “simples” (Activo Neto Real, Valor Sustancial, Valor de Rendimiento, etc.), y por otra parte los denominados compuestos, que no es más que la combinación de dos o más métodos simples y basados en el fondo de comercio.

⁽¹⁾ Pablo Fernández es Doctor en Finanzas por Harvard University, MBA por el IESE e Ingeniero Industrial. Es Catedrático de Finanzas del IESE, donde imparte cursos sobre valoración de empresas, finanzas operativas y finanzas estructurales. Su actividad de consultoría se centra en la valoración y compra-venta de empresas. www.iese.es

⁽²⁾ Francisco J. López Lubián es Director del Área de Finanzas del Instituto de Empresa (IE) y Director del Máster en Dirección Financiera y Control del IE(1996-2007). Doctor en Economía por la Universidad de Barcelona. www.ie.edu

Otra clasificación general de consenso entre los expertos (Ruiz Palomo, 2013)³ sería:

- Métodos basados en el Valor Patrimonial
- Métodos basados en la Información Bursátil.
- Métodos basados en el Fondo de Comercio
- Métodos basados en el descuento de flujos de fondos.

1.1 La creación de valor para el accionista. Porqué y para qué.

Con independencia del modelo de valoración utilizado, la empresa creará valor para sus accionistas cuando el valor de la acción sea superior al precio que debería pagarse en el momento actual para adquirirla (Ruiz Palomo, 2013).

El sólido comportamiento de USA a partir de la segunda mitad de la década de los ochenta no se hubiera producido sin la disciplina del capitalismo financiero (Copeland, Koller, Murrin, 2007), a pesar de las distorsiones y perversiones que a veces se producen. Nos referimos sobre todo a la orientación de las empresas estadounidenses centradas en el valor para el accionista, y que tienden a restringir la inversión en estrategias anticuadas con mayor anticipación de lo que lo haría cualquier otro modelo de gobierno societario: el elevado número y valor de las empresas tecnológicas y de internet que han salido a cotización pública en los últimos años son buena prueba de ello.

En general, los economistas están de acuerdo que el mejor indicador de éxito económico de un país es el PIB per cápita. USA es una de las economías más capitalista y enfocada hacia el accionista del mundo (tiene una ventaja del 20% sobre el resto de los principales países del mundo). Entre 1994 y 1997, el McKinsey Global Institute desarrolló una serie de proyectos de investigación para analizar las diferencias en el PIB per cápita entre USA y otros países entre los que se encontrarían Alemania y Japón. Esta investigación atribuyó a USA mayor productividad debido especialmente al factor capital. Puede ser paradójico cuando en USA la tasa de ahorro es considerada como inadecuada por insuficiente. El motivo principal no es otro que se invierte en proyectos más productivos que en Alemania y Japón.

Hace dos siglos Adam Smith postuló que las empresas más productivas e innovadoras

serían las que crearían las rentabilidades más altas para los accionistas, y las que atraerían a los mejores trabajadores, que, a su vez, serían más productivos y aumentarían más los ingresos. Lo que se viene a denominar un círculo virtuoso, o en su caso, un silogismo virtuoso según se expone en el gráfico 3.1.



Gráfica 3.1. Silogismo virtuoso.

La evidencia empírica parece apuntar en la dirección de que las empresas centradas en el valor para el accionista, no sólo benefician al accionista sino que también es óptimo para la economía y para el resto de los stakeholders. Así que, una empresa que es capaz de generar el máximo valor para el accionista será mejor valorada que otras que no lo crean en demasía; puede parecer obvio, pero a veces lo obvio hay que recordarlo.

Una vez tenido en consideración lo anterior, no hay que perder de vista la tesis de Modigliani-Miller en la que se supone que al accionista de una empresa le da igual cobrar dividendos o plusvalías (Ruiz Palomo, 2013). Es decir, que le es indiferente recibir su inversión a través de dividendos o vendiendo las acciones más caras que las compró. Como la empresa no reparte todo su beneficio, la parte que se queda en forma de reserva generará mayores flujos de caja futuros, por lo que en lugar de tomar como referencia el dividendo por acción para medir el valor de la acción, debe tenerse en cuenta el beneficio por acción.

⁽³⁾ Daniel Ruiz Palomo es Doctor en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad de Málaga. Especialista Universitario en Contabilidad Internacional en la *Universitat Oberta de Catalunya (UOC)* y *AECA*, 2003-2004. Licenciado en CC. Económicas y Empresariales por la *Universidad de Málaga*. Actualmente ejerce como Profesor del Dpto. de Finanzas y Contabilidad de la Universidad de Málaga.

Sin embargo, a pesar de que las empresas y sus CEOs al frente persiguen a toda costa crear cuanto más valor para el accionista mejor, se cometen excesos a la hora de valorar algunas empresas objetivo por parte de algunos ofertantes, y la insistencia de sus gestores.

Por ejemplo, en 1999 Mattel anunció la compra de Learning Company (empresa de software educativo) por 2.965 millones de dólares. En el año 2000 Mattel liquidó esa adquisición y no recibió nada a cambio. Al comprar Mattel esa empresa pagó un precio desmesurado por un beneficio incierto y, por supuesto, rodó la cabeza de su CEO la Sra. Barad cuando estaba en la cima del mundo corporativo, como lo subrayaba una noticia a primera página sobre ella en la revista Business Week.

1.2 La psicología de las finanzas

Daniel Kahneman formuló una nueva teoría de la decisión humana, la Teoría de la Perspectiva, en adelante TP, que ha dado origen a una nueva rama del análisis financiero. La TP parte de que nuestra limitada capacidad intelectual nos obliga a simplificar los problemas de decisión que se nos plantean, y lo hacemos siguiendo ciertas reglas (Conthe, 2003)⁴. La primera y principal es que, al enjuiciar alternativas, comparamos no valores absolutos, sino variaciones o cambios respecto a cierto nivel que tomamos como punto de referencia. Así pues, las alternativas las vemos en términos de ganancias o pérdidas respecto a cierto nivel de referencia. Una segunda regla es cuando nos enfrentamos a una serie de acontecimientos, se refiere a su combinación. Por ejemplo, una ganancia seguida de una pérdida más pequeña ¿la percibimos como una ganancia neta, sensu contrario la mantendremos intelectualmente separada y la percibiremos de forma separada? Lo mejor en estos casos es verlo en un caso práctico a modo de ejemplo. Le regalamos a un sujeto 1.000 euros y le decimos que, en una segunda fase, tiene que elegir entre dos premios adicionales: a) 500 euros más seguros o en su caso la opción b) 1.000 euros más, pero con probabilidad del 50%. Casi todo el mundo prefiere los 500 euros adicionales y se asegura en total 1.500 euros. En un segundo experimento, regalamos a un sujeto 2.000 euros y le decimos que, en una segunda fase, tiene que escoger entre dos multas, que se restarán de sus 2.000 euros: a) perder 500 euros seguro; o b) perder 1.000 euros, con una probabilidad del 50%. En este caso casi todo el mundo se inclina ahora por la segunda alternativa, porque se resiste a perder 500 euros de sus 2.000 euros. Ahora bien, ese par de elecciones resulta paradójico, porque en ambos casos se está dando a elegir entre los mismo: a) 1.500 euros, seguros; o b) 1.000 ó 2.000 euros, con

probabilidad del 50%. Como en el primero se utiliza un marco de referencia de ganancias, la gente suele ser “amarrona”. Como en el segundo el marco de referencia hace alusión a pérdidas, está en cambio dispuesta a jugársela. En contraposición, en materia de ganancias, el valor marginal es cada vez menor. Por eso en materia de ganancias somos conservadores y preferimos una ganancia cierta, a otra mayor, pero hipotética (más vale pájaro en mano...). Sin embargo, en materia de pérdida ocurre algo parecido: su impacto marginal es cada vez menor. Por eso, no nos importa arriesgarnos a sufrir grandes pérdidas sin con ello evitamos una pérdida menor. Por ello la TP pronostica que, en materia de pérdidas, somos en general amantes del riesgo. También el autor habla del endowment effect (efecto dotación): en general, pedimos mucho más por desprendernos de algo que ya tenemos (pérdida) que lo que estaríamos dispuesto a pagar por adquirirlo (ganancia).

La TP da una explicación coherente de muchos fenómenos económicos. Según (Conthe, 2003) podemos aplicar algunos de ellos:

- Las ventajas de las devaluaciones y la inflación para alterar los precios relativos y salarios reales. Los salarios y precios nominales son inflexibles a la baja, porque su reducción se ve como una pérdida; por el contrario, su falta de ajuste a la inflación se tiende a ver como la renuncia a una ganancia, cosa menos dolorosa. Cuando, en realidad, estamos en ambos casos frente a una pérdida del poder adquisitivo de los salarios.
- En épocas de recesión, el mercado de viviendas de segunda mano tiende a paralizarse, ante la inflexibilidad a la baja de los precios de venta. Esa inflexibilidad puede atribuirse a la renuencia de los propietarios a incurrir en pérdidas respecto a su nivel de referencia (endowment effect), aunque la inflación y el coste de oportunidad les haga incurrir en pérdidas reales.

⁽⁴⁾ Manuel Conthe es licenciado en Derecho por la Universidad Autónoma de Madrid (1976) y técnico comercial y economista del Estado (1979). Dentro de sus actividades profesionales, ha sido director general del Tesoro (1988 a 1995) y secretario de Estado del Economía (1995-1996), entre otras. Entre 1999 y 2002 fue Vicepresidente para el Sector Financiero, en el Banco Mundial en Washington y posteriormente como Socio de la consultora AFL.

Corolario: Sobre la base de la Teoría de la Perspectiva podemos afirmar que podría aplicarse al fenómeno de valoración de empresas. Sobre todo a las motivaciones que puede llevar al vendedor a la hora de desprenderse de su empresa, o en su caso la motivación de compradores en el hecho de asumir una empresa en pérdidas, pero entendiendo que a largo plazo serán superadas, y además con ello obtener pingües beneficios.

2 ELEMENTOS A DESTACAR PARA UNA ADECUADA VALORACIÓN DE EMPRESA

Para intentar dar respuesta a estas preguntas conviene precisar en qué consiste llevar a cabo una valoración. Valorar es emitir una opinión, un juicio, que siempre es subjetivo. Como toda opinión, puede estar o no suficientemente fundamentada. Los fundamentos de esa opinión no son exclusivamente técnicos, ya que valorar no es una tarea exclusivamente técnica, aunque tiene elementos técnicos que pueden invalidarla. Una valoración correcta es aquella que está bien realizada técnicamente, que se fundamenta en supuestos razonables y que tiene en cuenta la perspectiva subjetiva bajo la que se lleva a cabo la valoración (valor para qué, valor para quién, valor en qué circunstancias).

De estas afirmaciones se derivan, entre otras, las siguientes consecuencias:

a) Para valorar correctamente una realidad económica es preciso conocer esa realidad, de la misma forma que para emitir un juicio fundamentado sobre algo hay que saber de lo que se está hablando.

b) Así mismo, para valorar un negocio hay que saber del “negocio” (sector), y una valoración es tanto más útil cuanto más se conozca de lo que se pretende valorar. Ciertamente no se podrá valorar en toda su magnitud una empresa que dispone de patentes y modelos de utilidad que se espera puedan llegar a concretarse en productos y servicios competitivos que demandará un mercado de forma ávida. Esto no creo que pueda llegar a valorarlo un financiero pues no tendrá referencias o no dispondrá de los conocimientos del tipo de producto o servicio que vende este tipo de empresa de alta tecnología.

c) Para valorar correctamente hay que entender el modelo de valoración que se está aplicando, es decir, sus limitaciones conceptuales, los problemas en su aplicación, la razonabilidad de los supuestos en que se basa.

d) Un modelo de valoración es tanto mejor cuanto más ayude a entender la realidad de lo que se pretende valorar, cuanto más obligue a pensar en esa realidad para confirmar lo que se sabe, aprender lo que no se sabe o rectificar lo que sabe incorrectamente.

e) Un proceso de valoración no debe confundirse con un ejercicio puramente académico

en el que se trate de demostrar las habilidades analíticas o cuantitativas de la persona o personas que llevan a cabo la valoración. Toda valoración tiene un objetivo, un punto de vista, debe contar con una realidad existente y realizarse para obtener conclusiones operativas.

f) En un proceso de valoración hay que tener en cuenta diversos aspectos, tanto cuantitativos como cualitativos.

2.1 Propósitos a la hora de valorar una empresa

La valoración de empresas o de partes de empresas puede efectuarse con diversos propósitos, y en la mayoría de las ocasiones suele provenir ante el interés de la compra y venta de empresas o parte de ellas, fusión, escisión, aportación de activos, canje de valores o aumento de capital. También cuando se produce el hecho de la separación de accionistas con derecho a indemnización u otros casos similares de compensación. También se produce el interés de llevar a cabo este proceso ante decisiones de gestión interna, o en su caso valoraciones por razones fiscales. Además de otras motivaciones como puede ser la planificación de herencias, reclamaciones judiciales.

Al fin y al cabo es de interés de la propiedad disponer de una valoración objetiva por parte de un experto independiente.

2.2 Trampas y errores comunes a la hora de valorar una empresa

A continuación se expone lo que se considera como trampas más comunes que se dan a la hora de llevar a cabo una valoración de una empresa (Lubián, 2001).

- Trampa 1. **Valorar no es mi problema.**

En un proceso de valoración hay componentes técnicos. Pero valorar no es exclusivamente una cuestión técnica. Todo responsable de un proceso de valoración debe entender el modelo que se está empleando, los supuestos en que se basa, las limitaciones que tiene y lo que se puede esperar del mismo, con independencia de que la solución técnica se pueda encargar a un experto.

Este es uno de los errores que, por omisión, suelen cometer muchos gestores involucrados en un proceso de valoración.

Como suele decirse, si no se tiene una explicación racional de porqué un valor sube, lo más

probable es que en breve bajará. En ocasiones, para tratar de encontrar una explicación racional de un valor económico se argumenta que los modelos “tradicionales” de valoración, basados en el descuento de flujos de caja futuros, no reflejan correctamente el valor real de un activo, ya que incorporan una cierta inflexibilidad en el análisis y omiten posibilidades futuras del negocio. Se dice entonces que hay que valorar empleando “nuevos” métodos, como el de las opciones reales. Esto puede ser cierto, pero también lo es que una argumentación de este tipo puede estar reflejando una incompleta comprensión del modelo de valoración que se pretende emplear.

- **Trampa 2. No analizar la calidad de la información.**

En su última reunión oficial en Filadelfia como Presidente de la SEC, el pasado 16 de enero de 2001, Arthur Levitt señaló lo siguiente: “Un chat de internet no es nada más que graffiti. Si uno es tan tonto como para invertir de acuerdo con lo que ve pintado en un retrete, que no se queje con lo que obtenga”.

Quizás este no sea el caso de la mayoría de los gestores, pero esta reflexión de una persona que también fue Presidente del American Stock Exchange puede ayudar a considerar la importancia de entender la información con base en la que se llevan a cabo procesos de valoración.

Como es sabido, la creación de valor económico sostenible no es una tarea compatible con comportamientos compulsivos orientados exclusivamente al corto plazo. Sin embargo, resulta sorprendente observar cómo muchos gestores se dejan llevar por la falacia de crear expectativas que no son realizables, y de pretender transmitir al mercado unos resultados que carecen de la necesaria calidad informativa.

Un elemento importante al analizar la calidad de la información consiste en reconocer la existencia de contingencias que pongan en peligro la sostenibilidad de unos resultados. Por ejemplo, con la reciente crisis del sector de las telecomunicaciones se ha puesto de manifiesto una práctica –conocida como “vendor financing”– muy extendida entre la mayoría de las empresas del sector y que consiste en prestar a sus clientes elevadas cantidades de dinero para que no retrasen la compra de equipos. Compañías como Lucent Technologies, Nortel Networks y Qualcomm mantenían a principios del presente año préstamos a clientes por valor de varios miles de millones de dólares.

Yahoo! informó de los resultados de la compañía para el cuarto trimestre del 2000. A pesar de que, con relación al año anterior, los ingresos se habían incrementado un 53%, la sociedad tenía unas pérdidas de unos 100 millones de dólares, frente a beneficios de 38 millones en 1999. La principal causa de esta diferencia se debía a una pérdida de 163 millones de dólares por inversiones financieras de Yahoo en otras compañías. Similar es el caso de Starbucks Corp., la conocida empresa de tiendas de café: el beneficio del último trimestre del 2000 ha sido prácticamente nulo como consecuencia de las pérdidas experimentadas en inversiones en empresas como Living.com y Kozmo.com.

Otra práctica que lleva consigo volatilidad en los resultados consiste en reconocer como beneficio plusvalías que se obtienen en la gestión de los fondos de pensiones para los empleados, que pueden convertirse en pérdidas ante un cambio en el mercado. O vender acciones a inversores privados con una opción de venta para el inversor – y de necesidad de compra para la empresa-, si la cotización baja a un cierto límite.

- **Trampa 3. No entender el contexto de la valoración.**

Un proceso de valoración siempre tiene un *para qué*, un *para quién* y un *en qué circunstancias* que condicionan el resultado final. Y para que éste sea razonable, es preciso establecer claramente el contenido de estos elementos.

Valor para qué. Ya que no es lo mismo valorar un activo para ser liquidado, que para ser vendido o para ser reformado y reutilizado. Esta diversa finalidad en la valoración no debe confundirse con la posibilidad de manipulación en el valor resultante final, que se produce cuando no resulta razonable el fin de la valoración y los supuestos utilizados.

Valor para quién. Porque no es igual la perspectiva del comprador que la del vendedor, o la del accionista minoritario que la de la entidad financiera que aporta deuda. Es por esto por lo que resulta frecuente encontrarse con expresiones del tipo: valor para el accionista, valor del proyecto, valor para la empresa ó valor para el mercado, que no siempre son coincidentes y que es preciso analizar con detalle.

Valor en qué circunstancias, es decir, en qué momento del ciclo económico, en qué sector, con qué tipo de negocio, etc. Surge aquí la cuestión de hasta qué punto las circunstancias del negocio condicionan la corrección del método de valoración empleado, ya que no todos tienen la misma capacidad de análisis.

Conviene tener claro que, para una misma realidad económica, establecidos los para qué, para quién y las circunstancias, el valor económico correcto es único, con independencia del método que se emplee.

- Trampa 4. **Olvidarse del seguimiento**

En 1994 BMW compró la compañía británica Rover por unos 800 millones de libras. Entre 1995 y finales de 1999 invirtió otros 2.000 millones de libras en Rover. En ese período, Rover pasó de una cuota del mercado británico del 13%, a una participación del 5%. En mayo de 2000 fue vendida por una cantidad inferior a 60 millones de libras. El Presidente de BMW, Joachim Milberg, comentó entonces que “hemos aprendido que las fusiones pueden ser paralizantes bajo determinadas circunstancias”. A las pocas semanas fue destituido.

Es patente que el mundo de los negocios está lleno de inversiones que no resultan rentables, a pesar de que en el análisis previo, si lo hubo, la rentabilidad era clara. Resulta, por tanto, sorprendente observar cómo algunos gestores caen en la trampa de confundir valor esperado con valor real.

Antes de entrar en el próximo capítulo de métodos de valoración debemos tener en cuenta que en las empresas se dan las siguientes circunstancias con mayor asiduidad de la que se piensa a veces. A pesar de auditorías externas y el disponer de un ejército de contables, asesores financieros pululando por la empresa.

Concretamente, cuando nos ceñimos al valor contable de la empresa. Pues bien en muchos casos hay activos que no se contabilizan, especialmente los intangibles, que a la postre resultan ser los más importantes en la creación de valor: por ejemplo, la imagen de marca, la capacidad del equipo directivo, el posicionamiento de la empresa, etc. Además, hay muchos activos que se contabilizan a precio de adquisición y cuya aportación al proceso productivo supera con creces su coste (una maquinaria, un ordenador o un vehículo de reparto, etc.). por el contrario, terrenos adquiridos hace 30 años, o acciones compradas justo después del último crash bursátil y que no han dejado de subir desde entonces, todos esos activos si se vendiesen, su precio de venta sería muy diferente al precio de adquisición (Ruiz Palomo, 2013).

En el caso del método estrella de valoración, que no es otro que el de descuento de flujo de caja o rentas futuras, su complejidad y certeza está a la hora de hacer estimaciones

fiables de los flujos de rentas que espera generar la empresa.

Los errores de partida o de salida serán por tanto pensar que estamos frente a información irrefutable, y en la mayoría de los casos puede haber múltiples interpretaciones.

3 MÉTODOS DE VALORACIÓN DE EMPRESAS

3.1 Introducción

La clasificación general (Fernández, 2013) del universo de métodos de valoración sería:

- Métodos basados en el balance,
- los métodos basados en los ingresos declarados
- Los métodos mixtos
- Métodos basados en descuento de flujos de efectivo

Los métodos que se están convirtiendo cada vez más popular (y conceptualmente "correcto") son los basados en el descuento de flujos de efectivo. Estos métodos ve a la empresa como un generador de flujo de efectivo y, por lo tanto, evaluable como un activo financiero.

A mi modo de ver esta afirmación tan categórica no deja lugar a dudas de que las preferencias del profesor Fernández de los distintos métodos de valoración pasa por una elección inequívoca, y es que los métodos correctos desde su óptica son los basados en el descuento de flujos de caja. Este autor clasifica estos métodos basado en el descuento de flujo de caja en:

- The free cash flow
- The equity cash flow
- Capital cash flow

La primera pregunta que debe realizarse el experto antes de iniciar un proceso de valoración sería: cuál sería el método más adecuado y los porqués de dicho método frente al resto.

En efecto, podemos aseverar que el método de mayor aplicación por los expertos es el basado en el descuento de flujos de fondos. La principal explicación proviene de que se considera a la empresa como una organización generadora de fondos, por consiguiente debe ser valorada como un activo financiero que posee un valor presente bajo determinadas condiciones.

El problema fundamental de estos métodos es que algunos se basan únicamente en el balance de situación y otros se basan en los resultados obtenidos. Podríamos imaginar a dos

empresas con balances y cuenta de resultados parecidas, pero con diferentes perspectivas: una con mayor ventas, ganancias y margen potencial, y la otra en una situación estabilizada pero con una competencia feroz. A todos nos gustaría dar un mayor valor a la compañía estable, a pesar de que sus balances y estados financieros históricos están en igualdad de condiciones. En ese sentido, entendemos que el método más adecuado para la valoración de una empresa es el de descuento de los flujos de caja futuros esperados, ya que el valor de una empresa, suponiendo su funcionamiento sine die, surge de la capacidad de la empresa a la hora de generar efectivo (flujos) para sus accionistas, (Fernández, 2013).

Los restantes métodos, si bien académicamente pueden considerarse incompletos, en efecto se siguen empleando, y no en pocas ocasiones son puestos sobre las mesas de negociaciones, por lo que nos viene muy bien entenderlos y saber sus limitaciones, para de ese modo estar preparado y saber qué no nos deben convencer de la excelencias de susodichos métodos.

El universo de métodos de valoración más usados serían los que aparecen en la gráfica 5.1 que se expone a continuación:

MAIN VALUATION METHODS					
BALANCE SHEET	INCOME STATEMENT	MIXED (GOODWILL)	CASH FLOW DISCOUNTING	VALUE CREATION	OPTIONS
Book value Adjusted book value Liquidation value Substantial value	Multiples PER Sales P/EBITDA Other multiples	Classic Union of European Accounting Experts Abbreviated income Others	Equity cash flow Free cash flow Capital cash flow APV	EVA Economic profit Cash value added CFROI	Black and Scholes Investment option Expand the project Delay the investment Alternative uses

Gráfica 5.1. Métodos de evaluación principales

3.1.1 Valor y precio, he aquí el quid de la cuestión

Este es un dilema que ya nuestro genial poeta Antonio Machado dejó en evidencia cuando escribió: “todo necio confunde valor con precio”. En un tono más prosaico (Fernández, 2013) asevera que el valor no debe confundirse con el precio, y que este último no es más que la cantidad convenida entre el vendedor y el comprador en la venta de una empresa. Esta diferencia en el valor de una empresa específica puede ser debido a una multitud de razones. Por ejemplo, una empresa extranjera de grandes dimensiones y tecnológicamente avanzada desea comprar una empresa nacional conocida con el fin de entrar en un mercado local, aprovechándose del posicionamiento de marca de la empresa adquirida. En ese caso, el comprador extranjero dará un elevado valor a la marca, pero por el contrario

no dará tanta importancia a los activos fijos. Sin embargo, el vendedor suele darle un mayor valor a sus recursos materiales, pues piensa que es lo que le permite seguir produciendo y generar valor. Sobre esta situación en España tenemos muchos casos de compras de empresas productoras que fueron adquiridas por sus competidores internacionales y que al cabo de unos meses esas empresas locales dejaron de fabricar, debido a que la empresa compradora estaba interesada en los canales de distribución, su base de clientes y centros logísticos. Desde el punto de vista del comprador, el objetivo fundamental es determinar el valor máximo que debe estar preparado para pagar por lo que la empresa que desea comprar es capaz de aportar. Desde el punto de vista del vendedor, el objetivo es determinar cuál debe ser el valor mínimo en el que debe aceptar la venta. Estas son las dos figuras que se enfrentan entre sí en un proceso de negociación hasta llegar a un precio finalmente acordado. Una empresa también puede tener diferentes valores para diferentes compradores debido a las diferentes percepciones y necesidades que pueda tener el comprador.

El profesor Fernández asevera que la valoración no es algo que se puede ceñir a una simple ecuación, y que tan solo con disponer del valor de cada variable en ese caso dispondremos de los valores de las variables, ergo la solución. Además apunta que la motivación del comprador puede ser muy diferente y dependiendo de lo que el comprador dé valor, así estará dispuesto a pujar por la empresa. Por supuesto, la visión del vendedor es muy diferente y debe saber qué precio es el mínimo exigible para que la operación se lleve a cabo.

3.2 Método de Descuento de Flujo de Caja (DFC)

Es el método de valoración más utilizado y favorito de los expertos que quieren obtener un justo y real valor de una empresa, ya que sobre todo determina el valor intrínseco de una compañía. Las principales características de este método son:

- El valor de un negocio en función de su capacidad para generar recursos financieros a futuro.
- Incorpora el concepto de riesgo, tanto de negocio como financiero.
- Contempla el valor temporal del dinero.
- Considera las inversiones requeridas para la generación de recursos.

Este método evita la falta de homogeneidad de la información contable, derivada de la existencia de criterios alternativos aceptables. Como principal inconveniente, podríamos citar

el posible carácter subjetivo de alguna de las hipótesis utilizadas para cuantificar el riesgo. Para calcular el valor de los Recursos Propios de la empresa se adoptará el siguiente enfoque: Calcular el Valor Actual Neto de los activos operativos (Valor Empresa). Al valor obtenido por DFC se le restará el valor de la deuda neta total, obteniéndose de esta forma, el valor de los recursos propios (Valor Equity). Este método implica prever las ganancias y flujos de caja futuros y a continuación descontarlos del valor actual usando un tipo de descuento ajustado al riesgo. Hay varios determinantes de valor fundamentales en este método. Uno es la base de ganancias o flujos de caja que se ha usado. Otro es el tipo de crecimiento empleado para prever valores futuros. Y el último es el tipo de descuento usado para convertir el valor previsto futuro en un valor actual.

A continuación desarrollaremos el concepto de flujo de caja. En finanzas y en economía se entiende por flujo de caja o flujo de fondos, los flujos de entradas y salidas de caja o efectivo, en un período dado. El flujo de caja es la acumulación neta de activos líquidos en un periodo determinado y, por lo tanto, constituye un indicador importante de la liquidez de una empresa.

El estudio de los flujos de caja dentro de una empresa puede ser utilizado entre otros objetivos detectar problemas de liquidez. Una empresa puede ser rentable y no por ello significar necesariamente poseer liquidez. Una compañía puede tener problemas de efectivo, aun siendo rentable. Por lo tanto, el calcular el flujo de caja permite sobre todo anticipar los saldos en dinero.

Para analizar la viabilidad de proyectos de inversión, los flujos de fondos son la base de cálculo del Valor actual neto y de la Tasa interna de retorno. Para medir la rentabilidad o crecimiento de un negocio cuando se entienda que las normas contables no representan adecuadamente la realidad económica.

Los flujos de liquidez se pueden clasificar en:

- Flujos de caja operacionales: efectivo recibido o expendido como resultado de las actividades económicas de base de la compañía.
- Flujos de caja de inversión: efectivo recibido o expendido considerando los gastos en inversión de capital que beneficiarán el negocio a futuro. (Ej: la compra de maquinaria nueva, inversiones o adquisiciones.)
- Flujos de caja de financiamiento: efectivo recibido o expendido como resultado de

actividades financieras, tales como recepción o pago de préstamos, emisiones o recompra de acciones y/o pago de dividendos.

Por tanto el Flujo de Caja Libre (FCL) se define como el saldo disponible para pagar a los accionistas y para cubrir el servicio de la deuda (intereses de la deuda + principal de la deuda) de la empresa, después de descontar las inversiones realizadas en activos fijos y las necesidades operativas de fondos (NOF).

Si actualizamos los FCL y lo descontamos al coste de capital, de ese modo obtenemos el valor de la empresa.

Ejemplo de cálculo del Flujo de Caja Libre:

Vtas	5000
- Cte ventas	1500
- Gtos generales	500
BAAIT	3000
- Amortización	200
BAIT	2800
- Impuestos	980
BDT	1.820
+ Amortización	200
- Inversiones en A.Fijos	300
- Inversiones en NOF	200
FCL	1.520

Otro cálculo imprescindible para llevar a cabo este método es el **WACC** (*Weighted Average Cost of Capital*) y en español viene a significar el Coste Medio Ponderado de Capital (CMPC). El uso más extendido es con las siglas originales en inglés WACC. Se trata de la tasa de descuento que debe utilizarse para descontar los flujos de fondos operativos para evaluar una empresa utilizando el método de Descuento de Flujos de Fondos/Caja.

La fórmula de cálculo sería:

$$WACC(cpp) = K_e \frac{CAA}{CAA + D} + K_d(1 - T) \frac{D}{CAA + D}$$

Donde:

[WACC: Promedio Ponderado del Costo de Capital]; [Ke: Tasa de costo de oportunidad de los accionistas. Generalmente se utiliza para obtenerla el método del CAPM]; [CAA: Capital aportado por los accionistas]; [D: Deuda financiera contraída]; [Kd: Costo de la deuda financiera]; [T: Tasa de Impuestos]; [La diferencia 1-T se conoce como escudo fiscal o, en inglés, tax shield].

El WACC (Fernández, 2011) es un promedio ponderado de dos magnitudes muy diferentes:

- Un coste: el coste de la deuda.
- Una rentabilidad exigida a las acciones (K_e). Aunque a K_e se le denomina con frecuencia “coste de las acciones”, existe una gran diferencia entre un coste y una rentabilidad exigida.

Por consiguiente, el WACC no es ni un coste ni una rentabilidad exigida, sino un promedio ponderado entre un coste y una rentabilidad exigida. Denominar al WACC “*cost of capital*” o “coste de los recursos” produce no pocos errores, porque no es un coste. El coste de la deuda es algo que si no se paga puede tener consecuencias serias (la liquidación de la empresa...), mientras que la rentabilidad exigida a las acciones es algo que si no se logra tiene menos consecuencias: pocas a corto plazo y, muchas veces, ninguna a largo, salvo el relevo de algún directivo.

3.3 Método basado en el balance (valor del patrimonio neto)

Estos métodos tratan de determinar el valor de la empresa mediante la estimación del valor de sus activos (Fernández, 2013). Estos son los métodos utilizados tradicionalmente que consideran que el valor de una empresa radica básicamente en su balance. Ellos determinan el valor desde un punto de vista estático, el cual, por lo tanto, no tiene en cuenta la posible evolución futura de la empresa y el valor temporal del dinero. Además, estos métodos no tienen en cuenta otros factores que también afectan al valor, tales como: la situación de la industria actual, los recursos humanos o los problemas de organización, cartera de contrato, entre otras cuestiones y que no suelen aparecer en los estados contables. Algunos de estos métodos son los siguientes: el valor en libros, el valor ajustado libro, valor de liquidación y valor sustancial, Estos métodos determinan el valor de la empresa a través de la estimación del valor del patrimonio. Ciertamente, a través del balance se determinará el estado de la situación económico financiera de la empresa en un momento concreto en el tiempo. Es por tanto, un método estático de valoración y por consiguiente poco fiable ya que valora algo en el presente sin que se tenga en cuenta la capacidad de generar en el futuro. No tiene en cuenta el valor dinero en el tiempo y situaciones que se suelen dar en las empresas como son la

estacionalidad de ingresos y salidas de fondos. No tiene en cuenta el capital intelectual que lo soportan los trabajadores y directivos de la empresa, y sobre todo el grado de compromiso de éstos. Sin embargo, este método nos permite tener de un vistazo un marco de referencia del valor de la firma, ya que la información al estar organizada en un marco de referencia que no es otro que la contabilidad reflejará la situación económica de la empresa a un momento específico.

3.3.1 Valor de libro

El valor contable de una empresa, o valor neto, es el valor del patrimonio neto que se refleja en el balance (capital y reservas). Esta cantidad es también la diferencia entre los activos y pasivos totales, es decir, el superávit de bienes y derechos totales de la compañía frente a sus deudas totales con terceros. Este valor adolece del defecto de su propio criterio de definición: los criterios contables están sujetos a un "cierto" grado de subjetividad y difieren de los criterios de "mercado", con el resultado de que el valor en libros casi nunca coincide con el valor de "mercado" (Fernández, 2013).

En resumen, este método a pesar de que no es determinante a la hora de cerrar un precio, es muy frecuente que los analistas lo calculen para así no perder de vista lo que en negociación podríamos llamar un precio suelo. Es decir, el vendedor en ningún caso podrá vender la empresa por debajo del valor de libro.

Recomiendo que en todo proceso de valoración de empresa se llegue a calcular el valor de libros, ya que es una buena referencia de entrada.

3.3.2 Valor de libro ajustado

Este método busca superar las deficiencias que aparecen cuando se aplican criterios puramente contables en la valoración. Cuando los valores de los activos y pasivos se ajustan a su valor de mercado, se obtiene el valor neto ajustado.

De todos modos y a pesar que este método da un paso más allá del anterior, valor de libro, bien es cierto que aún sigue reflejando tan solo los pasivos y activos tangibles de la empresa. Sin embargo, activos como la marca, potencial de mercado, desarrollo de nuevos productos y servicios, capital intelectual atesorado se podían considerar activos pero en ningún caso tiene fiel reflejo en la contabilidad. Por tanto, este método sigue siendo incompleto y tan solo valora la empresa desde una óptica muy restrictiva.

3.3.3 Valor de liquidación

Este es el valor de la empresa en caso de que se proceda a su liquidación, por tanto, la venta de sus activos y a la vez afrontar los pagos de sus deudas. Este valor se calcula mediante la deducción de los gastos que la empresa debe afrontar en un supuesto escenario de liquidación. Se incluyen pagos por despido a los empleados, los gastos de impuestos y otros gastos típicos de la liquidación. Obviamente, la utilidad de este método es tan solo para obtener el riesgo que puede asumir un comprador en un hipotético caso de tener que llevar a liquidación la empresa en el momento de su compra, algo inusual pero posible.

En efecto, conviene también llevar a cabo este método de valoración para así obtener una valor de saldo de la empresa, y por supuesto, tener la certeza el comprador que la empresa que va a adquirir tiene un valor neto de liquidación positivo.

3.3.4 Valor sustancial

El valor sustancial representa la inversión que debe hacerse para formar una sociedad con condiciones idénticas a las de la empresa objeto de valoración. También se puede definir como el valor de reposición de los activos, suponiendo que la empresa sigue funcionando, en vez de su valor de liquidación. Normalmente, el valor sustancial no incluye aquellos activos que no se utilizan para las operaciones de la empresa (la tierra no utilizada, las participaciones en otras empresas, etc) Hay tres tipos de valor sustancial por lo general se definen:

- Valor sustancial bruto: este es el valor del activo a precio de mercado.
- Valor sustancial neto o patrimonio neto corregido: este es el valor menos pasivos sustancial bruto. También se conoce como el valor neto ajustado, que ya hemos visto en la sección anterior.
- Reducción del valor sustancial bruto: es el valor sustancial bruto reducido sólo por el valor de la deuda libre de coste.

3.4 Método basado en los ingresos declarados

A diferencia de los métodos basados en el balance general, estos métodos se basan en la cuenta de resultados de la compañía. Tratan de determinar el valor de la empresa a través del tamaño de sus ganancias, ventas y otros indicadores. Así, por ejemplo, es una práctica común para llevar a cabo las valoraciones rápidas de las compañías de cemento multiplicando su

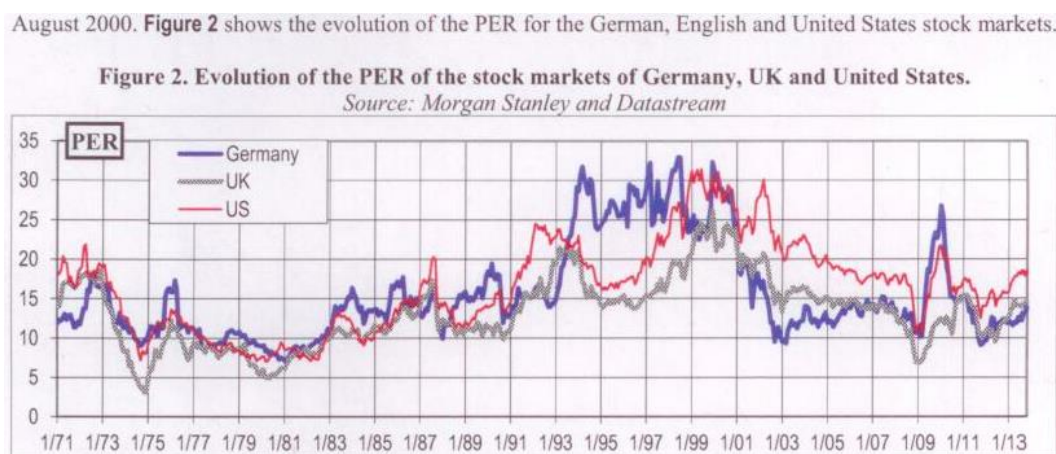
capacidad de producción anual (o ventas) en toneladas métricas por una relación (múltiple). También es común para valorar aparcamientos el proceder a multiplicar el número de plazas de aparcamiento por un múltiplo. O en su caso a la hora de valorar las compañías de seguros se llega a hacer una sencilla operación de multiplicación del total de primas anuales por un múltiplo. Esta categoría incluye a los métodos basados en el PER (Price to Earnings Ratio). De acuerdo a este método, el precio de la acción es un múltiplo de las ganancias.

3.4.1 Valor del beneficio. PER

Según este método, el valor del patrimonio neto se obtiene al multiplicar el ingreso neto anual por la ratio PER. Por tanto podemos definir la siguiente ecuación: Valor patrimonial = PER x beneficios.

A veces, el PER relativo también se utiliza, hablamos de dividir el PER de la empresa entre el PER medio del País.

En la gráfica 5.2 podemos ver la evolución histórica del PER de los mercados de acciones de Alemania, UK y USA



Gráfica 5.2. PER de Alemania, UK y USA desde 1971 hasta 2013

Es relativamente sencillo acceder a esta información agregada de todo un país. Así, que, sería fácil calcular la ratio PER relativo.

3.4.2 Valor de los dividendos

Los dividendos son la parte de los ingresos efectivamente pagados a los accionistas y , en la mayoría de los casos, son el único ingreso recurrente que reciben aquellos. Según este método, el valor de una acción es el valor actual neto de los dividendos que esperamos

obtener de él . En el caso perpetuidad, es decir, una empresa de la cual se espera dividendos constantes todos los años y por tanto ese valor se puede expresar de la siguiente manera :

$$\text{Valor patrimonial} = \text{DPS} / K_e$$

Dónde DPS es igual al dividendo por acción distribuido por la empresa en el último año y la K_e es igual a la rentabilidad exigida al patrimonio

Por otra parte se espera que el dividendo crezca de manera indefinida en una constante g con tasa anual. En ese caso la fórmula anterior se convierte en la siguiente :

$$\text{Valor patrimonial} = \text{DPS}_1 / (K_e - g)$$

DPS_1 serían los dividendos por acción para el próximo año.

La evidencia empírica nos muestra que las empresas que pagan más dividendos (como un porcentaje de sus ganancias) no obtienen por ello un crecimiento en el precio de sus acciones como consecuencia de un mayor dividendo. ¿Por qué? Lo explica de manera muy sucinta el profesor Fernández, y no es más que el inversor concluye que si una empresa distribuye más dividendos normalmente reducirá su crecimiento, debido a que distribuye el dinero a sus accionistas en vez de dedicarlos a nuevas inversiones.

No perdamos de vista que muchos autores eligen un período infinito a la hora de calcular el valor de rendimiento en lo que se suele llamar como valor actual de una renta perpetua. Esto puede tener su lógica. Sin embargo, asumir un horizonte infinito supone considerar que la renta que proporcionará la empresa en el futuro va a ser constante, al menos a partir de un cierto número de años; y esto parece más bien un futuro que no se puede asegurar tan a la ligera y sin tener en cuenta el nivel de incertidumbre a la que se enfrenta las empresas hoy por hoy. Es por ello, que la hipótesis de añadir un valor de perpetuidad se nos antoja algo atrevido, debido a la imposibilidad manifiesta de prever más allá de cinco años.

El horizonte temporal debe ser limitado (Valls Martínez, 2001), en cuyo caso, puesto que la empresa al cabo de n años no tiene un valor nulo, hemos de considerar el valor de ésta en dicho momento, denominado valor residual. Normalmente se acepta como valor residual el valor liquidativo en ese instante, siendo la determinación del mismo una de las tareas más difíciles a las que tiene que enfrentarse el evaluador. Es en este valor donde radica también una gran carga de subjetividad de este método de valoración.

3.4.3 Múltiplos de venta

Este método de valoración, que se utiliza en algunas industrias, consiste en calcular el valor de una empresa usando un multiplicador de sus ventas. Por ejemplo, una farmacia a menudo se valora multiplicando sus ventas anuales por 2 o por otro número, dependiendo de la situación del mercado. También es una práctica común a la hora de valorar una planta embotelladora de refrescos y no es otra que multiplicar sus ventas anuales en litros por 500 u otro número, dependiendo de la situación del mercado.

Con el fin de analizar la consistencia de este método, Smith Barney analizó la relación entre la relación precio/ventas y el retorno sobre el patrimonio neto. El estudio se llevó a cabo en las grandes corporaciones (capitalización superior a los 150 millones de dólares) en 22 países. Dividió las empresas en cinco grupos en función de su relación precio/ventas: grupo 1 consistió en las empresas con el índice más bajo, y el grupo 5 contenía las empresas con la más alta relación precio / ventas.

Se puede observar que durante el período de 1984 hasta 1989 los fondos propios de las empresas con la más baja relación precio / ventas en diciembre de 1984 tuvieron en promedio una rentabilidad superior a la de las empresas con una mayor proporción. Sin embargo, esto dejó de aplicarse durante el período de 1989 hasta 1997: no había relación entre la ratio precio / ventas en diciembre de 1989 y el retorno sobre el patrimonio neto durante esos años.

El ratio precio / ventas puede ser dividido en otros dos índices:

$$\text{Precio / Ventas} = (\text{precio / beneficio}) \times (\text{ganancias / ventas})$$

La primera relación (precio / beneficio) es el PER y el segundo (ganancias / ventas) es normalmente conocido como rendimiento sobre ventas.

3.4.4 Otros múltiplos

Además del PER y la relación precio / ventas, algunos de los múltiplos utilizados con frecuencia son:

- Valor de la Empresa / ganancias antes de intereses e impuestos (EBIT)
- Valor de la Empresa / ganancias antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización (EBITDA)
- El valor del flujo de caja de la compañía / cash flow operativo
- Valor del valor de las acciones / valor de libro

3.5 Métodos basados en el fondo de comercio

En términos generales, el goodwill o fondo de comercio es el valor que una empresa tiene al sumarse otros activos inmateriales y por supuesto en ese caso su valor estará muy por encima de su valor contable o del valor en libros ajustado. El fondo de comercio busca representar el valor de los activos intangibles de la empresa, que casi siempre no aparecen en el balance, aunque en mayor medida apoyan el nacimiento de nuevas ventajas competitivas y comparativas o al mantenimiento de las ya existentes. Por ejemplo: la calidad de la cartera de clientes, liderazgo en la industria, las marcas, alianzas estratégicas, etc. El problema surge cuando no hay acuerdo a la hora de determinar el valor de la empresa y sobre todo en el método para calcularlo. Algunos de los métodos utilizados para valorar el fondo de comercio dan lugar a los distintos procedimientos de valoración descritos en esta sección.

Estos métodos se aplican mediante un enfoque mixto. Es decir por un lado llevan a cabo una valoración estática de los activos de la empresa y a la vez tratan de cuantificar el valor que la empresa va a generar en el futuro. Básicamente, estos métodos tratan de determinar el valor de la empresa mediante la estimación del valor total de sus activos, más una ganancia de capital resultante del valor de sus ganancias futuras. En efecto, comienzan por una valoración de los activos de la empresa y luego se añade una cantidad relacionada con las ganancias futuras.

3.5.1 El método de valoración "clásico"

Este método establece que el valor de una empresa es igual al valor de su patrimonio neto (valor sustancial neto) más el valor de su fondo de comercio. A su vez, el fondo de comercio se valora como n veces la utilidad neta de la compañía, o como determinado porcentaje de la facturación. De acuerdo con este método, la fórmula que expresa el valor de una empresa es:

$$V = A + (N \times B), \text{ o } V = A + (Z \times F)$$

A sería el valor del activo neto, n el coeficiente de entre 1,5 y 3, B los ingresos netos, z el porcentaje de los ingresos por ventas y F es igual al volumen de ventas.

La primera fórmula se utiliza principalmente para las empresas industriales, mientras que el segundo se utiliza sobre todo para el comercio minorista.

3.5.2 El método simplificado "ingresos de fondo de comercio abreviado".

De acuerdo con este método , el valor de una empresa se expresa por la siguiente

$$\text{fórmula : } V = A + an (B - Ia) ,$$

A = valor de los activo neto o valor sustancial neto .

B = la utilidad neta del año anterior o las previsiones para el próximo año . an = valor presente a una tasa de t de n anualidades , siendo n entre 5 y 8 años e

i = tipo de interés obtenido por una alternativa de inversión que podría ser obligaciones , rendimientos en renta variable o en su caso inversiones en bienes raíces (después impuestos) y $(B - iA) = \text{goodwill}$

Esta fórmula se puede explicar de la siguiente manera: el valor de la empresa es el valor de su patrimonio neto ajustado más el valor del fondo de comercio . El valor del fondo de comercio se obtiene mediante la capitalización a través de un coeficiente que es igual a la diferencia entre el ingreso neto y la inversión de los activos netos " A " a un tipo de interés " i " que corresponde a la tasa libre de riesgo .

3.5.3 Unión de Expertos Contables Europeos método (UEC)

El valor de la empresa de acuerdo con este método se obtiene de la siguiente ecuación:

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

dando:

$$V = [A + (anxB)] / (1 + ian)$$

Para la UEC. El valor total de una empresa es igual al valor sustancial (o activos netos actualizados) más el fondo de comercio. Todo ello se calcula mediante la capitalización a interés compuesto (usando de an) es el beneficio extra menos el flujo obtenido mediante la inversión a una tasa libre de riesgo i y un capital igual al valor de la compañía V .

La diferencia entre este método y el método anterior estriba en el valor del fondo de comercio lo que se calcula a partir del valor de V , mientras que en el método simplificado se calcula a partir del patrimonio neto A .

3.5.4 Método indirecto

La fórmula para hallar el valor de una empresa de acuerdo con este método es la

siguiente:

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

También puede ser expresado como:

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

La tasa de i utilizado normalmente es el tipo de interés pagado sobre los bonos del Tesoro a largo plazo. Como se puede ver en la primera expresión, este método da la misma importancia al valor de los activos netos (valor sustancial) y el valor de la devolución. Este método tiene un gran número de variantes que se obtienen al dar diferentes pesos a su valor esencial y el valor de capitalización de las ganancias .

3.5.5 Anglosajón o método directo

La fórmula de este método será la siguiente:

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

En este caso el valor del fondo de comercio se obtiene mediante la reformulación por tiempo indefinido y el valor de las ganancias extras obtenidas por la empresa. Esta ganancia extra es la diferencia entre el ingreso neto por la que se obtendría a partir de la colocación de la i tasa de interés, además de un capital igual al valor de los activos de la compañía. La tm es la tasa de los intereses devengados por valores de renta fija multiplicado por un coeficiente de entre 1,25 y 1,5 para ajustar el riesgo.

3.5.6 Método de compra beneficio anual

La fórmula que se aplica para este método es:

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

El valor del fondo de comercio es igual a un cierto número de años de ganancias extras. Así, que, el comprador está dispuesto a pagar al vendedor el valor de los activos netos más m año de ganancias extras. El número de años (m) empleados normalmente oscila entre 3 y 5, y la tasa de interés (i) es la tasa de interés para préstamos a largo plazo .

3.5.7 Riesgo de soporte y método de la tasa libre de riesgo

Este método permite determinar el valor de una empresa con la siguiente expresión:

$$V = A + (B - IV) / t$$

para que

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

La i es la tasa de una alternativa, la tasa de t es la tasa de absorción de riesgos utilizado para restablecer las ganancias extras. La tasa i incrementa en una proporción de riesgo. Según este método el valor de una empresa es igual a los activos netos incrementados a través de las ganancias extras calculadas. Como puede verse la fórmula es una variante del método de la UEC cuando el número de años tiende al infinito.

4 TIPOLOGÍAS DE EMPRESAS. MÉTODOS DE VALORACIÓN AD HOC ATENDIENDO PARTICULARIDADES Y SITUACIONES

4.1 La empresa de base tecnológica. Introducción

La definición de empresa tecnológica o de base tecnológica incluye tanto las empresas de la nueva economía como aquellas cuyo fundamento de negocio es la investigación y el desarrollo. Suelen ser empresas de nueva creación, con pocos ingresos al comienzo de su actividad y suelen asumir importantes pérdidas en sus inicios. En compensación ofrecen la perspectiva de un crecimiento explosivo en el futuro. Por ejemplo, empresas farmacéuticas, telecomunicaciones, biotecnología, energías renovables, etc. Estas empresas tienen en común que sus activos fundamentalmente son intangibles/inmateriales como son patentes, modelo de utilidad y lo más importante disponen de plantillas formadas en su mayoría por trabajadores especializados y formación superior. A la hora de valorar este tipo de empresas nos encontramos diferencias significativas frente a empresas tradicionales. Por este hecho los métodos tradicionales no cubren las necesidades que se debe aplicar en este tipo de empresas con activos muy difíciles de valorar siguiendo el guion de los métodos tradicionales.

¿Qué hace a las empresas tecnológicas y sobre todo a las empresas de nueva tecnología diferentes? Según (Martín Berzal, 2004) apunta que estas empresa su historia se remonta a un año o dos, y por tanto, la historia es limitada. En segundo lugar, sus estados financieros actuales poco revelan sobre el crecimiento futuro esperado de la empresa y normalmente son las únicas empresas operando en su sector. Por tanto, la valoración de empresas tecnológicas tiene importantes restricciones con respecto a la información disponible.

Claramente el profesor Lubián está en contra de usar métodos ad-hoc para las empresas de base tecnológica a tenor de lo que afirma: (...) resulta representativa la reciente experiencia de una buena parte de las empresas relacionadas con la nueva economía en el desarrollo de su modelo de negocio, muchos gestores actuaron como si el mercado no tuviese un límite alcista. El planteamiento era bastante claro: ¿para qué perder el tiempo valorando el negocio? Según los enfoques “clásicos”, si siempre se encuentra a alguien dispuesto a comprar con base en el último ratio mágico de mercado. Entre otras consecuencias, esta

actitud produjo unas valoraciones insostenibles sustentadas en expectativas carentes de fundamento económico, y provocaron lo que ha venido en llamarse la exuberancia irracional del mercado. Y es que en momentos de alta volatilidad y turbulencia es cuando se hace más importante valorar correctamente.

4.1.1 Ajustes a los métodos tradicionales

Cuando se realiza la valoración de una empresa hay normalmente tres fuentes fundamentales de información: los estados financieros actuales de la empresa, la evolución histórica de la empresa en términos de beneficios y mercado y finalmente se puede considerar los principales competidores de la empresa (Martín Berzal, 2004)⁵. En la valoración de empresas mediante el descuento de flujos de caja, el valor de la empresa es el valor presente de los flujos de caja futuros descontados al coste de capital. En los últimos años, se ha cuestionado la validez de estos modelos ya que ignoran las opciones que están incorporadas en muchas empresas. En este sentido, podemos decir que valorar las empresas tecnológicas implica identificar y valorar las opciones reales de la empresa. Del mismo modo, por parte de sus gestores, el manejo de las mismas para dirigir en cada momento las estrategias y decisiones, parece la clave del éxito futuro. La segunda parte de este trabajo pretende contribuir al desarrollo del enfoque de opciones reales evaluando su utilidad para valorar empresas tecnológicas.

No hay que perder de vista el concepto de opciones reales frente al de opciones financieras. Por último, identificar cuales son las opciones reales presentes en empresas tecnológicas, y el papel que desempeñan las opciones reales en el proceso de generación de valor de una empresa tecnológica y la valoración resultante de aplicar dicha metodología.

⁽⁵⁾ Concepción Martín Berzal es profesora de finanzas del Instituto de Empresas (IE). Doctora en Economía Financiera por la Universidad Complutense de Madrid. MBA por The Wharton School, con doble especialidad en Finanzas y Estrategia. Experta en corporate finance, valoración de empresas, opciones reales y fusiones y adquisiciones, su actual centro de interés son las ofertas públicas de venta www.ie.edu

4.1.2 Múltiplos usados para valorar compañías de internet

Los múltiplos más comúnmente usados a la hora de valorar compañías de internet serían el de precio/ventas, precio/subscriptor, precio/página visitada o precio/habitante del planeta (esto es llegar al colmo de lo absurdo ya que pensar que como internet es mundial cualquier internauta puede ser potencial usuario de la empresa en cuestión).

En marzo de 2000, un banco francés publicó su valoración de Terra basada en la relación precio / ventas de las empresas comparables:

	Freeserve	Tiscali	Freenet.de	Infosources	Average
Price/Sales	110.4	55.6	109.1	21.0	74.0

Aplicando la media aritmética (74) y una ventas de Terra estimadas para 2001 de 310 millones de dólares. En ese caso este banco estimó que el valor de todo el patrimonio de Terra es de 22.940 millardos de dólares (68,2 dólares por acción).

4.1.3 Valoraciones de las Dotcom. Caso Amazon

A principios del año 2000 las empresas de Internet habían conseguido convertir rápidamente sus ideas de negocio en valoraciones millonarias que parecían desafiar el sentido común en cuanto a beneficios, factores de multiplicadores de beneficios y el enfoque a corto plazo de los mercados de capital. Por tanto, valorar estas empresas de elevados crecimientos, incertidumbres y pérdidas suponía a los profesionales expertos en valoración un reto, incluso muchos llegaron a afirmar que lo consideran como algo imposible.

Sin embargo los autores (Copeland, Koller & Murrin, 2007) afirman que el mejor método de valoración de empresas de Internet es emplear un enfoque clásico de descuento de flujo de caja (DCF). A su vez debe ser respaldado por un análisis microeconómico y de escenario de probabilidad ponderada. Con ello solo aseguran delimitar y cuantificar la incertidumbre pero sin hacerla desaparecer.

¿A qué problema nos enfrentamos a la hora de aplicar el DCF en este tipo de empresas? El principal es a la hora de hacer un análisis del DCF cuando no hay cash flow que descontar. Es más suele darse una paradoja que en el sector a veces suena a chiste y no es más que a más pérdidas de las empresas más aumentaba su valor.

Los autores intentan dar una explicación lógica a este fenómeno y no es más que la relación está impulsada por dos factores: un crecimiento y unas inversiones muy superiores a las normales, reflejados ambos en la cuenta de resultados. Concretamente con respecto al crecimiento anual muchas de estas empresas superaban el 100%. Este crecimiento desmesurado al estar espoleado por inversiones que han de deducirse (en la cuenta de pérdidas y ganancias) en lugar de capitalizarse en el balance, generaban pérdidas crecientes, y ese proceso solo se detendrá cuando las tasas de crecimiento disminuyan.

Bien es cierto que las Dotcom suelen invertir poco dinero y al contrario gastar mucho en marketing sobre todo. Nace con ellas un nuevo concepto del marketing on line que conlleva gastar ingente cantidad de recursos a la hora de promocionar el portal y captar a nuevos clientes, sobre todo las empresas Dotcom que centra su modelo de negocio en el comercio electrónico. En estos casos es lo correcto aplicar todos estos gastos en el ejercicio que se produce y en la cuenta de pérdidas y ganancias pues la inversión media en inmovilizado inmaterial (desarrollo del sitio web) rondada la cifra de 3 y 5 millones de dólares.

Los autores antes reseñados indican que usar métodos de valoración de las Dotcom con un enfoque simplista sería los ratios precio/beneficios, múltiplos de ingresos a tres o cinco años. Estos enfoques adolecen de un fallo básico, ya que si la empresa tiene éxito es muy probable que el elevado crecimiento continúe prolongándose de 5 a 10 años más. Por tanto, en esta fórmula de valoración nos quedaremos cortos.

En efecto, la mejor manera de valorar empresas de Internet consiste en volver a los principios económicos básicos mediante el enfoque de DCF, restando importancia a la distinción entre la inversión amortizada y la capitalizada, pues los tratamientos contables no terminan por afectar a los flujos de caja.

Para hacer razonable el uso del DCF como método adecuado tenemos que partir de un punto determinado del futuro y retroceder al presente, utilizar escenarios ponderados en función de su probabilidad ponderada para introducir explícitamente en el cálculo una incertidumbre elevada, y explotar así las técnicas analíticas clásicas con el fin de comprender las palancas económicas específicas de este tipo de empresas y prever su rendimiento futuro.

La mejor manera de entender este método y sus ajustes es con un caso práctico de valoración. Nos referimos a la empresa arquetípica de Internet, Amazon.com y nos situamos en 1999. Desde que nace la empresa a la fecha de estudio Amazon consiguió una base de 10 millones

de clientes y lo más importante amplió su oferta inicial de libros a discos compactos, videos, DVDs, juguetes, artículos electrónicos de consumo y subastas. En 1999 Amazon se convirtió en un símbolo de la nueva economía. Un estudio de investigación de mercado demostró que en el año 1999, 101 millones de estadounidenses conocían la marca Amazon.com. Así, que, el capital de marca (brand equity) sería importante y un activo de gran valor, sobre todo en Amazon a tenor de este estudio de investigación, pero no perdamos de vista que estamos trabajando con el DFC y en este método no se aplica. Por otro lado Amazon en 1999 obtuvo unas pérdidas de 390 millones de dólares en su cuenta de resultados.

Según lo que nos indica (Copeland, Koller & Murrin, 2007) al pronosticar el rendimiento de empresas de gran crecimiento como Amazon no hay que dejarse influenciar a la hora de su valoración por el rendimiento presente. Hay que pensar en cómo será la empresa y el sector en el que opera en el futuro, cuando evolucionen desde su situación actual. De entrada Amazon en 1999 dispone de un capital de marca increíble, su capacidad de penetración, y dominio en diversas categorías de productos no tiene precedentes.

Entrando de lleno en el cómo los autores llegaron a realizar una valoración de Amazon siguiendo el método de DFC. En principio llegaron a la siguiente conclusión: Amazon podía ser el primer minorista on line en 2010 y que ya se ha consolidado como el minorista más importante tanto off como on line de ciertos mercados. Si la empresa pudiera alcanzar unas cuotas respectivas del 13% y 12% de los mercados norteamericanos del libro y la música, y se hiciera con una cuota comparable en otros mercados, en ese caso obtendría unos ingresos de 60 millardos de dólares en 2010, mientras que Wal-Mart probablemente superen los 300 millardos de dólares.

La siguiente pregunta de enjundia para llevar a cabo el informe de valoración sería: ¿qué margen de beneficios obtendría Amazon de esos 60 millardos? Es posible que Amazon consiga sin problemas un margen medio de explotación del 11%, un margen algo superior al resto de minoristas.

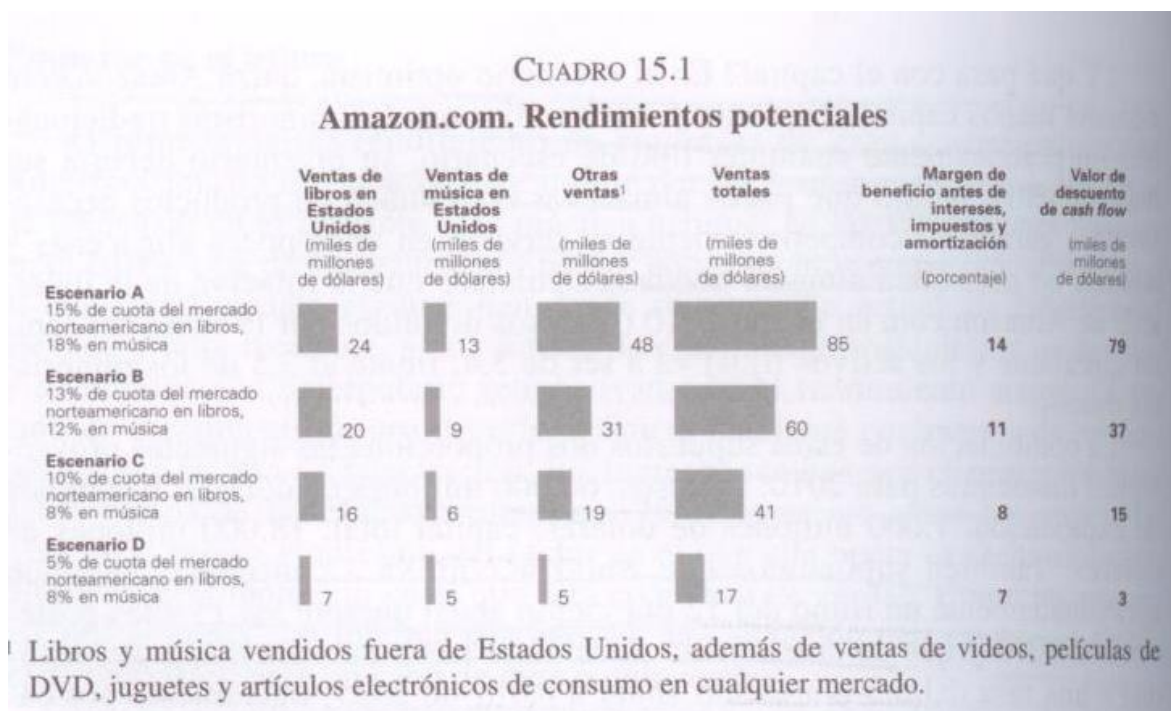
Además, ¿qué pasa con el capital? En el escenario optimista, quizá Amazon necesite menos capital circulante y activos fijos que los minoristas tradicionales. Por tanto, su inventario debe ser más reducido y no necesita tiendas. Con las anteriores premisas se calcula la rotación de la inversión de Amazon en el año 2010 (ingresos divididos por la suma de capital circulante y los activos fijos) va a ser de 3,4 frente al 2,5 de los minoristas típicos.

La combinación de estos supuestos nos proporciona las siguientes proyecciones financieras

para 2010 de Amazon:

- Total ingresos: 60 millardos
- Beneficios de explotación: 7 millardos
- Capital total: 18 millardos

Suponemos que Amazon va a continuar creciendo aproximadamente a un ritmo del 12% anual durante los próximos 15 años posteriores a 2010 y que su crecimiento disminuirá hasta mantenerse en perpetuidad a una tasa del 5,5% anual a partir del 2025. Por todo lo anterior, para calcular el valor de Amazon descontamos los flujos de caja libres proyectados retrocediendo hasta el momento presente. Por tanto su valor actual incluyendo el calculado para los cash flow posteriores al año 2025 sería de 37 millardos. Los diferentes escenarios planteados para Amazon se pueden observar en el gráfico 6.1.



Gráfica 6.1. Escenarios de rendimientos potenciales.

4.1.4 El caso de la compra de WhatsApp por Facebook por 19.000 millones de dólares

Ya no nos sorprende nada en materia de precio a la hora de ver en prensa una adquisición de una empresa Dotcom. El caso que ha batido record desde el punto de vista de lo irracional en materia de valoración de empresa. Me refiero a la compra de WhatsApp por Facebook, por un importe de 19.000 millones de dólares.

4.1.4.1 Desde la perspectiva del Inversor

Buscar fundamentos (Damodaran, 2014)⁶ para justificar el precio pagado no solo sería inútil, sino también frustrante, y a estas conclusiones llega el autor: para justificar una valoración de una empresa en 19.000 millones de dólares en los mercados de capital actuales, se necesitaría que esa empresa generase un beneficio después de impuestos de aproximadamente 1.500 millones de dólares de manera estable. Esta afirmación contradice de manera clara con lo que decían (Copeland, Koller, Murrin, 2007): “al pronosticar el rendimiento de empresas de gran crecimiento como Amazon no hay que dejarse influencias a la hora de su valoración por el rendimiento presente. Hay que pensar en cómo será la empresa y el sector en el que opera en el futuro, cuando evolucionen desde su situación actual.” Además, (Damodaran, 2014) afirma que para que el valor del capital alcance los 19 millardos la rentabilidad exigida sobre el capital que implica, dado el precio fijado para las acciones el 1 de enero de 2014: 8% (compuesta por una prima de riesgo de 5 puntos y una tasa libre de riesgo del 3%). Un beneficio neto (estable) necesario para justificar el valor: 8% de 19.000 millones de dólares = 1.520 millones de dólares. Beneficio antes de impuestos (estable) necesario para justificar el valor, usando una tasa impositiva efectiva del 30%: 1.520 millones de dólares / (1-0,30) = 2.170 millones de dólares. Como se puede comprobar, para llegar a una valoración de 19.000 de dólares se tendrían que generar, de forma estable 2.200 millones de dólares de beneficios antes de impuestos. Ésta es una estimación conservadora del punto de equilibrio en términos de resultados, dado que el umbral se incrementará cuanto más tengas que esperar por la fase de estabilidad de la empresa y cuanto más riesgo se derive del modelo de negocio. Utilizando una rentabilidad exigida del 10% (que refleja el mayor riesgo), y considerando un periodo de 5 años hasta que se produzcan resultados estables, el umbral en términos de resultado antes de impuestos se incrementa hasta 4.371 millones de dólares.

⁽⁶⁾ Aswath Damodaran is a Professor of Finance at the Stern School of Business at New York University (Kerschner Family Chair in Finance Education), where he teaches corporate finance and equity valuation. He is best known as author of several widely used academic and practitioner texts on Valuation, Corporate Finance, and Investment Management.

El autor analiza tres caminos para determinar este umbral:

- 1.- Si la empresa continúa con su actual modelo de negocio, consistente en permitir a la gente probar la app gratis el primer año y después cobrarles un dólar al año, y sus costes operativos son nulos (algo irreal), sería necesario que aproximadamente 2.500 millones de personas utilizaran la app de manera continuada.
- 2.- Es posible que la aplicación sea tan buena que pudieses cobrar más por año sin perder usuarios. Con la base existente de 450 millones de usuarios, esto se traduciría en aproximadamente 5 dólares al año por usuario, si no tienes costes, y en más si los tienes (y claramente los tendrás).
- 3.- El valor puede derivarse de ingresos por la publicidad mostrada a los usuarios, pero esto sería complicado. En la página de inicio de la empresa, los desarrolladores de la aplicación dejan claro que su modelo de negocio no permiten la publicidad. Seguramente esto cambiará con la entrada de Facebook.

4.1.4.2 La perspectiva del Trader/de la fijación de precios.

Para llegar a entender al trader que ha llevado a cabo la valoración hay que dejar de pensar en criterios de valoración aplicados comúnmente como es el beneficios, flujos de caja, crecimiento y riesgo) y centrarse en aquello en que el mercado está basando su precio. Para encontrar esas variables de fijación de precios, hay que comparar precios de mercado de las compañías de social media y las métricas de su éxito/actividad, y de ese modo tratar de despejar los factores tras las diferencias de precios y los movimientos de los mismos, según la tabla 6.1.

Compañía	Capitalización bursátil (M\$)	Valor de mercado (EV) M\$	Ingresos (M\$)	EBITDA (M\$)	Beneficio Neto (M\$)	Número de Usuarios (millones)	EV/usuario	EV/Ingresos	EV/EBITDA	PE
Facebook	173.540	160.090	7.870	3.930	1.490	1.230	130.15	20.34	40.74	116.47
LinkedIn	23.530	19.980	1.530	182	27	277	72.13	13.06	109.78	871.48
Twitter	20.130	18.790	665	-542	-645	243	77.33	28.26	NA	NA
Pandora	7.320	7.150	655	-18	-29	73.4	97.41	10.92	NA	NA
Groupon	6.690	5.880	2.440	125	-95	43	136.74	2.41	47.04	NA
Netflix	25.900	25.380	4.370	277	112	44	576.82	5.81	91.62	231.25
Yelp	6.200	5.790	233	2.4	-10	120	48.25	24.85	2.412,50	NA
Open Table	1.720	1.500	190	63	33	14	107.14	7.89	23.81	52.12
Zynga	4.200	2.930	873	74	-37	27	108.52	3.36	39.59	NA

Fuente: Aswath Damodaran

sintetia

Tabla 6.1. Precios de mercado de las compañías de social media y las métricas de su éxito/actividad

Estas empresas tienen diferentes modelos de negocio e incluso pueden estar en diferentes negocios, pero no perdamos de vista que recuerda que estamos en el rol de trader fijador de precios. Para encontrar lógica a los precios de mercado habría que analizar la correlación entre el valor de las empresas estimado por el mercado y cada una de las métricas para las que contaba con datos.

En base a esta matriz de correlaciones, estas son las conclusiones que extraería el autor en la tabla 6.2.

Correlaciones	Capitalización Bursátil	Valor de mercado (EV)	Ingresos	EBITDA	Beneficios netos	Número de Usuarios (millones)
Capitalización Bursátil	1					
Valor de mercado (EV)	0,9998	1				
Ingresos	0,8933	0,8966	1			
EBITDA	0,9709	0,9701	0,8869	1		
Beneficios netos	0,8978	0,8971	0,8466	0,9716	1	
Número de Usuarios (millones)	0,9812	0,9789	0,8053	0,9354	0,8453	1

Fuente: Aswath Damodaran

sintetia

Tabla 6.2. Conclusiones de matriz de correlaciones.

El número de usuarios es el factor dominante. La variable clave para explicar las diferencias de valor entre compañías es el número de usuarios. A pesar de que tu “lado de valoración” puede decirte que no puedes pagar dividendos ni recomprar acciones con usuarios (necesitas flujos de caja), pero estamos intentando ponernos en los zapatos de los traders que fijan los precios. Este razonamiento se ve reforzado por las reacciones del mercado a los anuncios de resultados: por ejemplo, con el precio de las acciones de Zillow incrementándose un 12% con su anuncio del 14 de febrero, principalmente por la noticia de un crecimiento de usuarios mayor que el esperado, y la caída del 25% del precio de las acciones de Twitter la semana pasada, principalmente debida a un crecimiento de la base de usuarios inferior al esperado.

La interacción de los usuarios importa: El valor por usuario aumenta con el grado de interacción (engagement) de los usuarios. Es decir, las compañías de social media cuyos usuarios pasan más tiempo en sus sitios valen más que las empresas a las que sus usuarios dedican menos tiempo. A pesar de que realizar comparaciones entre compañías es difícil, dado que a menudo cada empresa tiene su propia medida de interacción, existen evidencias de que los mercados dan importancia a esta estadística. Por ejemplo, otro motivo por el que

Twitter fue castigada tras su última comunicación fue que los inversores consideraron que los “visionados del timeline por usuario medio” y los “ingresos por cada 1.000 visionados del timeline” anunciados por la empresa fueron menores de los que se habían anticipado.

Los ingresos predecibles conducen a precios más altos que los ingresos más difusos: Algunas de las empresas de esta lista obtienen ingresos exclusivamente de la publicidad, algunas de una combinación entre publicidad y suscripciones y otras únicamente de suscripciones. De hecho, algunas como Zynga obtienen sus ingresos de la venta minorista (compras dentro de los juegos). A pesar de que la muestra es demasiado pequeña para extraer conclusiones sólidas, el valor de 577 dólares por usuario correspondiente a Netflix sugiere que el mercado valora más los ingresos por suscripción predecibles que los inciertos ingresos por publicidad o venta minorista.

Hacer dinero es una preocupación secundaria (al menos de momento): Los mercados (y los inversores) no están completamente desalineados. Existe una correlación entre cuántos ingresos genera una compañía y su valor, e incluso entre cuánto dinero genera (EBITDA, resultado neto) y su valor. Sin embargo, está menos correlacionado con el valor que el número de usuarios.

Corolario: Después de todo lo anterior sería lógico pensar que estamos de nuevo inflando el globo de la especulación y pronto, muy pronto volveremos a la situación del año 2000 donde el pinchazo de las Dotcom tuvo un efecto importante en los mercados financieros. Es posible que tan solo hayan pasado 14 años y nadie se acuerde de ello. Así es el mercado, no aprende de sus errores y a lo mejor viene a colación la famosa teoría del egregio economista Schumpeter que hablaba de la destrucción creativa.

4.1.5 Caso de valoración 51% de YPF. Estado argentino “Vs.” Repsol

Tras casi dos años de conflicto el Gobierno de Argentina y Repsol han alcanzado un acuerdo de compensación por la que el Gobierno argentino expropia el 51% de las acciones que posee Repsol de la petrolera YPF. Teniendo en cuenta que la petrolera argentina registró el año pasado un beneficio neto de 5.681 millones de pesos (alrededor de 719 millones de dólares), con un alza interanual del 45,6 %. Sin embargo, Repsol ha vendido el citado 51% de YPF por un precio de 5.000 millones de dólares pagaderos mediante bonos públicos los cuales se terminarán por saldar en el año 2033.

Por tanto podemos concluir que si aplicamos un simple cálculo de sumar los beneficios

esperados de YPF durante cinco años aplicando un incremento digamos del 30% es decir YPF obtendrá en el periodo de 2014 a 2018 un beneficio acumulado de 4.800 millardos aproximadamente. Por tanto si vende el 51% el beneficio que obtendría Repsol sería de 2.472 millardos aproximadamente. Sin perder de vista que no estamos aplicando ninguna tasa de perpetuidad, pues no hay que olvidar que los yacimientos petrolíferos pueden ser explotados durante décadas. Tampoco tenemos en cuenta que el pago no es en efectivo y al momento de la compra, es decir el valor temporal del dinero. Por tanto, volvemos a darnos de bruces con la realidad, ya que al final se llega a valoraciones que no se ajustan a ningún método, pero no nos cabe la duda de que a la hora de negociar ambas partes han hecho los cálculos oportunos usando la mayoría de métodos explicitados en este trabajo.

4.2 **Los métodos de valoración más usados en procesos de Merges & Acquisitions (M&A)**

Como se ha visto en puntos anteriores existen múltiples métodos de valorar un negocio. A continuación expondré los más pertinentes a la hora de valorar compañías públicas para su adquisición.

- **Descontar ganancias y flujos de caja futuros.**
- **Múltiplos comparables**
- **Capitalización de ganancias**
- **Enfoques orientados hacia los activos**
- **Enfoques propios de un sector**

Sobre el último punto entiendo que cada vez tiene mayor influencia debido a la casuística de cada sector y el que los expertos lo tienen cada vez más en cuenta. Por ejemplo, la industria del cable, que se ha basado en métodos que están vinculados con indicadores de demanda, como el número de suscriptores. Sigue siendo métodos que se alejan de la ortodoxia, y por tanto, el valor resultante resulta cuestionable. De nuevo volvemos la mirada a lo acontecido en el año 2000 con la burbuja de las puntocom. Recordaremos que las empresas de esta tipología se valoraban por visitas a sitios webs entre otros criterios poco razonables.

4.3 Método de valoración ad hoc aplicado a un caso real: Merge empresas Alpha/Beta

La fórmula jurídica escogida para este caso fue la de fusión por creación o también denominada fusión por constitución. Esta opción provocaría la integración de los dos sociedades que se refleja en esta fácil ecuación:

$$\text{Grupo Alpha(A) + grupo Beta (B) = Newco(A+B)}$$

La nueva sociedad holding, denominada temporalmente Newco, estará formada por los accionistas que conforman en la actualidad las dos empresas holding al fusionarse. Además y en este caso que nos ocupa, la ecuación de canje acordada fue en base a los resultados que arrojase el año anterior a la firma del protocolo, es decir se tendría como base de estudio la auditoría 2010 de cada sociedad, y posterior ajuste después de un proceso de Due Diligence sobre los resultados del ejercicio fiscal 2011. Por tanto, la valoración final en este caso será teniendo en cuenta las magnitudes e indicadores económicos de ambos grupos empresariales con una peso del 50% en cada ejercicio fiscal (2010, 2011).

Otro aspecto a destacar fue la hoja de ruta y el como ambas empresas acordaron que la Due Diligence se hiciera en base a los resultados de 2011, por lo que debería concluir su informe antes del 30 de junio de 2012. Además, la Due Diligence se acordó ser realizada por los auditores actuales de ambas corporaciones empresariales, y estos auditores debían formar un equipo que emitan un informe conjunto de ambas compañías y de forma consensuada. Por supuesto, se puso encima de la mesa de negociación de la firma del protocolo de fusión una valoración inicial acordada por la partes teniéndose en cuenta las variables de estudio y su ponderación a la hora de la valoración de cada empresa por separado. Cuestión que dilucidaremos en posteriores apartados.

4.3.1 Criterios de valoración que servirán de base para la firma de un acuerdo.

Sin duda, nos encontramos ante lo que podríamos denominar el nudo gordiano de cualquier proceso fusión. En este caso, se eligió un método en términos de equivalencia económica que llegara a cumplir las expectativas de las partes y a su vez alcanzar una valoración lo más ajustada posible a la realidad de cada grupo empresarial. Se propuso una fórmula mediante una sencilla hoja de cálculo donde los casilleros en verde son los que hay

que cargar con los indicadores de cada grupo. Esta hoja de cálculo recoge la posibilidad de introducir los datos en dólares y euros pues gran parte de los ingresos de la empresa Beta provenían de USA y países con fuerte influencia de la moneda americana.

Los criterios de valoración y su ponderación se resumen de este modo en la tabla 6.3.

EBITDA X 5	30,00%
Fondos Propios	30,00%
Ingresos Totales	30,00%
Backlog/cartera de pedidos	10,00%

Tabla 6.3. Criterios de valoración y ponderación.

Además se acordó que esas magnitudes vendrían de los ejercicios 2010 y 2011 y el peso de cada ejercicio será del 50% cada uno. Si observamos, se eligió analizar variables que recogían la situación de la empresa en término de patrimonio (no es lo mismo la empresa que no ha obtenido beneficios pasados o en su caso se han ido repartiendo los mismos que la empresa que ha ido acumulando reservas año tras años. O en su caso, la empresa con mayor capitalización frente a la otra.

Sobre el EBITDA destacar que es un indicador aceptado por el que se observa qué es capaz de generar una empresa a través de sus operaciones, sin que por ello se penalice a empresas con fuertes inversiones, o en su caso con inmuebles afecto a la actividad en su balance y que obliga a aplicar fuertes amortizaciones.

Sobre el peso de ingresos totales hubo una fuerte discusión que finalmente se zanjó a la hora de separar el ingreso por ventas de productos (equipamiento informático y de telecomunicaciones), que tan solo dejaban un margen, pero no creaba o mantenía ventajas competitivas sostenibles, ya que el precio era la única ventaja, y además no se disponía de exclusividad de los productos a la venta. Y en contraposición la venta de servicios de valor como desarrollo de software, venta de licencias de aplicaciones propiedad de las empresas, consultoría, horas de desarrollo, mantenimiento correctivo o evolutivo de las aplicaciones, mantenimiento de sistemas, proyectos de BPO (Business Process Outsourcing), instalaciones y explotación de redes inalámbricas, servicios de formación etc. Y por último, la cartera de pedidos que sin duda aseguraba el futuro de la empresa a medio plazo. Es por ello que había que premiar de algún modo a la empresa que más volumen de cartera de pedidos en firme

dispusiese a la fecha. Esta variable tan solo ponderaba al 10% y las restantes al 30% cada una.

La foto que se obtuvo de cada empresa, una vez se incluyó los datos de las auditoría de 2010 y estimados de cierre del ejercicio 2011, según la tabla 6.4.

ALPHA			
	Millones de		Euros
Criterio	2010	2011	Total
% Peso Fórmula	50,00%	50,00%	100,00%
EBITDA x 5	31,00	34,10	32,55
Fondos Propios	28,00	30,00	29,00
Ingresos Totales	70,00	72,00	71,00
Backlog	45,00	45,00	45,00
TOTAL			44,27

BETA			
	Millones de		Euros
Criterio	2010	2011	Total
% Peso Fórmula	50,00%	50,00%	100,00%
EBITDA x 5	10,56	10,56	10,56
Fondos Propios	4,93	4,93	4,93
Ingresos Totales	24,64	28,16	26,40
Backlog	21,12	21,12	21,12
TOTAL			14,68

Tabla 6.4. Criterios de valoración y ponderación a la fecha.

Esto hizo que el reparto accionarial en la NEWCO por parte de las empresas que fusionaron se recoge en la tabla 6.5.

	% Accionarial NEWCO
Alpha	75%
Beta	25%

NEWCO	100%
--------------	-------------

Tabla 6.5. % accionarial Newco.

Las conclusiones que podemos obtener sería que cada proceso de valoración se debe ajustar a la casuística específica. En ese sentido, no hay que tener ningún pudor a la hora de usar el sentido común, y por supuesto, si eres parte interesada no dudar en aplicar fuertes dosis de negociación de modo que los criterios, y la ponderación de los mismos, favorezcan más a la empresa que representas que a la de tu émulo. A su vez, deben ser criterios defendibles y que puedan estar basados en usos y costumbres normalmente aceptados.

Finalmente este proceso de fusión no se llegó a formalizar ya que la crisis hizo un efecto devastador en las cuentas a cobrar de la empresa Alpha y que se elevaron a cotas insoportables debido a los retrasos de pagos de sus principales clientes, las Administraciones Públicas (AAPP) del Reino de España. Esto provocó que se perdiera una oportunidad única de creación de una multinacional proveniente de la fusión de dos medianas empresas cuyas sinergias eran incuestionable. He aquí el drama de la economía española, las medianas empresas son las que más están sufriendo los rigores de la crisis financiera y económica en España, comenzando en 2008 y todavía en 2014 seguimos sin ver la luz al final del túnel.

4.4 La empresa familiar

La empresa familiar (EF) es aquella en la que la propiedad accionarial está concentrada en un grupo familiar que tiene el control de la misma y que participa activamente en el gobierno de la compañía con vocación de continuidad a lo largo de generaciones (Mariño y Rojo, 2009).

La falta de acuerdo en los criterios valorativos supone un 13,6% de las causas de conflicto en la empresa familiar. Sin embargo, existen tres aproximaciones para calcular el “valor”, siendo el basado en descuento de flujos de tesorería el modelo por excelencia.

4.4.1 Motivos que mueven a la empresa familiar para su valoración

Las empresas familiares son harina de otro costal, pues en su mayoría son empresas de corte paternalista. Por supuesto, hay *rara avis* que suelen estar profesionalizadas, y por tanto, sus cuadros directivos lo conforman profesionales externos elegidos entre los mejores y en todo caso no pertenecen a la familia.

Cuando la motivación de la venta es por motivo de disputas entre accionistas, que son a su vez familiares, hay que ser muy cauteloso pues este tipo de situaciones suelen llevar a una tensión excesiva a la empresa perjudicándola en su nivel reputacional, y casi siempre ese conflicto traspasa la frontera de la empresa y llega a oído de los clientes y demás stakeholder, provocando a veces un daño irreparable. En ese caso, no olvidemos esta situación a la hora de aplicar los métodos de valoración, según gráfico 6.2.



Gráfica 6.2. Motivos para valorar empresas.

El conocimiento de estas opciones es fundamental tanto si los miembros de la unidad familiar quieren separarse de la empresa como si quieren quedarse en ella. Cuando en una empresa los accionistas entran en una espiral de desacuerdo lo mejor en estos casos es tener claro que hay tres alternativas:

- 1.- Una parte compra a la otra, para ello inicia un proceso de venta y salida ajustándose a lo que marque los estatutos y leyes aplicables en estos casos.
- 2.- Ampliación de capital que permita la entrada de un tercero que permita reducir las tensiones y actúe de bisagra entre las partes enfrentadas (que suelen estar unidos por lazos de sangre, esta situación suele entorpecer el que impera el sentido común)
- 3.- Acuerdo de los accionistas para vender la totalidad de la empresa a un grupo inversor o competidor.

En todos los escenarios antes expuestos se necesita disponer de un protocolo acordado y aceptado por todos los accionistas de cara a tener previsto este tipo de situaciones. En efecto, lo que está faltando es sobre todo un acuerdo sobre los criterios de valoración y el método a aplicar de valoración. Esta es la clave para que una situación de crisis y conflicto entre accionistas se resuelva del modo más favorable para las partes, y de paso la empresa no sufra luchas intestinas que provocan en la mayoría de los casos daños considerables a la

marca y a su posicionamiento.

5 CONCLUSIONES

Nos quedamos con las siguientes reflexiones en tono de interrogantes que hace el profesor Lubián: ¿Es cierto que los mejores modelos teóricos no sirven cuando se trata de aplicarlos a situaciones concretas? ¿Existe una lógica en la valoración económica?

Es muy frecuente encontrarnos empresarios, gestores de fondos, bancos de inversión, auditores, ejecutivos de empresas de capital riesgo en general, aceptando a priori el marco conceptual de la valoración económica, han sufrido experiencias en procesos de valoración de empresas que les han llevado a tener una opinión crítica sobre los resultados que se obtienen al intentar aplicar estos principios teóricos. Esto ha provocado que muchas operaciones de M&A no se hayan consumado. Hay ejemplos donde la disconformidad es manifiesta, sobre todo cuando hablamos de empresas donde impera lo intangible y los métodos de valoración no llegan a dar con la tecla de la valoración o justiprecio. Verbigracia, la empresa e-Toys, fue una de las empresas más destacada de la nueva economía y actualmente sin actividad después de un proceso de liquidación. En agosto de 2000, el máximo ejecutivo de la compañía se quejaba de que: “el año pasado los analistas nos valoraban como si todos fuésemos a triunfar; ahora nos valoran como si todos fuésemos a fracasar: ni una cosa ni otra”. De igual forma, en febrero de 2001 el CEO de Lucent Technologies, Henry Schacht, tratando de sacar conclusiones prácticas de los problemas experimentados por la empresa en los últimos meses, señalaba: “la cotización de la acción es un subproducto; no es un generador de valor. Y todas las veces que nos hemos olvidado de esto, hemos sufrido una dolorosa experiencia”. En un contexto más cercano, todos hemos oído comentarios sobre la inutilidad de llevar a cabo valoraciones económicas empleando modelos financieros, ya que el valor de cualquier activo es algo subjetivo y, por tanto, sujeto a manipulación. El caso más reciente es el de la compañía aérea Vueling. ¿Cómo es posible que un banco de inversión, tras colocar acciones de Vueling a 31 euros/acción en junio de 2007, fijase el precio objetivo en 2,5 euros/acción el 2 de octubre de 2007? Según estos casos aportados, la teoría sólo serviría para “justificar” un valor previamente acordado, o que surgiría de un proceso de negociación.

Como hemos podido comprobar existe una gran variedad de métodos de valoración a disposición del experto. Será éste el que deba determinar, en cada caso concreto, dependiendo

de las características peculiares ante las que se encuentre, el más idóneo. No obstante, el evaluador prudente no dará una cifra nada más que después de haber contrastado los resultados obtenidos a través de los distintos métodos (Valls, 2001). Este autor nos recomienda una elección que va desde el cálculo del valor de rendimiento (preferentemente a través de los flujos de tesorería) y contrastarlo con el del activo neto real y con el resultado arrojado por algún método comparativo, sin perder nunca de vista el valor de cotización de la empresa en cuestión (en caso de estar en un mercado secundario, o en su de caso aplicar las cotizaciones de alguna empresa del sector), como referencia de la opinión del mercado.

A veces se encargan procesos de valoración de empresas a los auditores de cuentas. Craso error, y sin menoscabar la importancia de la figura del auditor, pues el proceso de auditoría es un servicio muy útil para la sociedad y también para los expertos en valoración. Sin embargo, a la hora de llevar a cabo una auditoría se requiere ser un profesional de la materia, revisiones concienzudas de las cuentas de la empresa y valentía para señalar los desacuerdos con el cliente. Es una labor muy importante, aunque ese proceso tiene poco que ver con la valoración de la empresa per se, ya que la auditoría examina fundamentalmente el pasado (la contabilidad de una empresa es historia), mientras que la valoración tiene que ver fundamentalmente con el futuro. Es decir, los auditores son expertos en contabilidad, pero no suelen serlo en valoración de empresas.

Termino mis conclusiones citando al experto mundial (Fernández, 2006) en valoración que nos vino a decir que existe una máxima financiera y contable, que aunque no es absolutamente cierta, se aproxima mucho a la verdad y conviene recordar: El beneficio es sólo una opinión, pero el cash flow es un hecho.

6 GLOSARIO DE TÉRMINOS

PER (Price to Earnings Ratio): es la relación entre el precio o valor y los beneficios), es una razón geométrica que se usa en el análisis fundamental de las empresas, especialmente en aquellas que cotizan en bolsa. Su valor indica cual número de veces el beneficio neto anual de una empresa determinada se encuentra incluido en el precio de una acción de ésta. Un PER más elevado implica que los inversores están pagando más por cada unidad de beneficio.

Pay Out: procede del anglosajón que significa pago o salida de dinero. En términos empresariales, supone el reparto que de los beneficios destina la empresa a los dividendos. Los dividendos, entendidos éstos, como la parte de la acción que incorpora la verdadera naturaleza del título, esto es, la participación en los beneficios (en la gestión, en definitiva) de la empresa.

El reparto de dividendos o Pay Out depende de la empresa y de la situación en la que se encuentre; en general, una empresa en una situación de expansión tenderá a un menor Pay Out para acometer nuevas inversiones mientras que una empresa madura en el mercado podría aumentar su Pay Out habida cuenta que no precisa de financiación complementaria. El reparto suele denominarse en términos porcentuales, esto es, el porcentaje de los beneficios que se han repartido a los accionistas.

Goodwill: en la economía de la empresa y en contabilidad, se entiende por fondo de comercio o goodwill, como el valor actual de los beneficios que produce una empresa. Corresponde al valor inmaterial de la misma, derivado de factores como la base de clientes, eficiencia, la organización, el crédito disponible, el prestigio, la experiencia etc.

La marca según Marketing Science Institute: es el valor añadido del nombre que es recompensado por el mercado con márgenes de beneficio o cuotas de mercado mayores. Los consumidores y/o distribuidores pueden ver el valor de la marca como un activo financiero y como un conjunto de asociaciones favorables y de comportamientos.

Brand Equity: nos ayuda a conocer el valor que una marca tiene dentro de su respectivo mercado. Este proceso es una recopilación de técnicas de investigación de mercados que implementa un método mixto (es decir, cualitativo y cuantitativo) de recopilación de información, y nos arroja datos sobre cuánto estaría dispuesto a pagar un consumidor por

nuestra marca (sobre el precio en comparación al de nuestros competidores), así como su percepción sobre la misma. En pocas palabras, el Brand Equity nos dirá qué tan visible y aceptable es nuestra marca.

Nueva economía: fue acuñado por el economista Brian Arthur, aunque fue popularizado principalmente por Kevin Kelly, el editor de la revista "Wired". La primera vez que se manejó públicamente el término de Nueva Economía fue el 30 de diciembre de 1996 por la Revista BusinessWeek en el informe de Michael J. Mandel denominado "El triunfo de la Nueva Economía"

Stakeholders: El Instituto de investigación de Stanford (SRI) los definió como aquellos grupos sin cuyo apoyo la organización dejaría de existir (SRI, 1963).

NOF (Necesidades operativas de fondos: matemáticamente, la magnitud de las NOF se obtiene al restar al Activo Circulante Operativo, el Pasivo Circulante Operativo. El primero refleja el volumen total de inversión media de las partidas de existencias en almacén, clientes (cuentas a cobrar) y la tesorería operativa. El pasivo circulante es la financiación obtenida de los pasivos a corto plazo generados de forma espontánea o no negociada, derivado de las operaciones de la empresa, y las partidas más importantes que incorpora. Hablamos de cuentas a pagar (proveedores y acreedores) y Hacienda Pública (Seguridad Social, Impuesto sobre Sociedades...). Simplificando $NOF = \text{Caja} + \text{Clientes} + \text{Existencias} - \text{Proveedores}$.

NOPCAF: acrónimo del inglés, Net Operating Cash Flow, y traducido al español como «Flujo de Efectivo Neto de Trabajo», representa el total de los flujos de efectivo de una empresa en un periodo dado, que por lo general es anual. Este indicador es utilizado principalmente en la valoración de empresas, y es una de las variables para determinar el EVA (Economic Value Added, por sus siglas en inglés), o Valor Económico Agregado, así como el VPN (Valor Presente Neto).

La fórmula utilizada para determinar el NOPCAF es:

$$NOPCAF = GO + CNT$$

[NOPCAF=Flujo de Efectivo Neto de Trabajo; GO=Generación Operativa (Utilidad Neta Después de Impuestos + Depreciación); CNT=Capital Neto de Trabajo]

7 FUENTES BIBLIOGRÁFICAS

7.1 Páginas webs y blogs visitados entre el 3 de marzo y 27 de Abril de 2014

- Fernández, 2002, IESE Business School
<http://www.iese.edu/research/pdfs/di-0449-e.pdf>
- Fernández, 2005, IESE Business School
<http://www.iese.edu/research/pdfs/di-0604-e.pdf>
- <http://www.sintetia.com/tiene-alguna-explicacion-que-facebook-pague-19-000-millones-de-por-whatsapp/>
- Fernández, 2011, IESE Business School
<http://www.iese.edu/research/pdfs/DI-0914.pdf>
- Lubián, 2001, Instituto de Empresa
http://profesores.ie.edu/flubian/documentos/trampas_en_valoracion_de_negocios.pdf
- Martín, 2004, Instituto de Empresa
http://www.latienda.ie.edu/working_papers_economia/WPE04-05.pdf
- Periódico La Razón
http://www.larazon.es/detalle_normal_economia/noticias/6158150/economia/argentin-a-avanza-hacia-la-aplicacion-del-acuerdo-de-repsol-por-ypf#.U1ur9a1_vp5
- Valls, 2001, Investigaciones europeas de Dirección y Economía de la Empresa
<http://www.aedem-virtual.com/articulos/iedee/v07/073049.pdf>

7.2 Libros

- Copeland, T., Koller, T. y Murrin, J. (2007). *Valoración de Empresas: Medición y Gestión del Valor*. Barcelona: Ediciones Deusto.
- Gaughan, P.A. (2007). *Fusiones y Adquisiciones: las claves para prevenir errores*. Barcelona: Ediciones Deusto.
- Ruiz Palomo, D. (2013). *Finanzas aplicadas al marketing*. Madrid: Ediciones Pirámide.

7.3 **Revistas científicas**

- Conthe Gutiérrez, M. La Psicología de las finanzas. *Encuentros multidisciplinares*, (nº 15 Septiembre-Diciembre 2003), 55-61.
- Rojo, A. y Alonso, J. (2010). La valoración de la empresa familiar: aspectos clave a considerar, *Estrategia financiera*, 33.