

VALORACIÓN DE UNA EMPRESA

1. ¿Qué se entiende por valor?

El “**valor**” es la medición en términos monetarios del grado de utilidad o aptitud de las cosas para satisfacer las necesidades o proporcionar bienestar o deleite.

No hay un valor único y objetivo. Una misma cosa puede tener un valor para una persona y otro diferente para otra. Incluso para una misma persona el valor de un determinado elemento variará en función del tipo de necesidades que se pretenda satisfacer.

¿Cuál es el valor de una empresa?

La respuesta a esta pregunta es “**depende**”. No es lo mismo calcular el valor de una empresa o negocio que se quiere liquidar que hacerlo con una empresa que va ha seguir con su actividad.

Si miramos el balance de situación de una empresa española, vemos que a cada uno de los elementos patrimoniales que lo conforman se le ha asignado un determinado importe. Esta valoración se ha realizado siguiendo las normas de registro y valoración establecidas por el Plan General de Contabilidad (o, en su caso, por el Plan General de Contabilidad para PYME) y cuya finalidad no es la de obtener un valor de venta o transacción de la empresa. El Marco Conceptual de la Contabilidad incluido en la primera parte del PGC y del PGCPYME establece explícitamente que la contabilidad de la empresa y, en especial, el registro y la valoración de los elementos de las cuentas anuales, se desarrollarán aplicando, entre otros, el “**principio de empresa en funcionamiento**”. Este principio establece lo siguiente:

Principio de empresa en funcionamiento

“Se considerará, salvo prueba en contrario, que la gestión de la empresa continuará en un futuro previsible, por lo que la aplicación de los principios y criterios contables no tiene el propósito de determinar el valor del patrimonio neto a efectos de su transmisión global o parcial, ni el importe resultante en caso de liquidación.”

En aquellos casos en que no resulte de aplicación este principio, en los términos que se determinen en las normas de desarrollo de este Plan General de Contabilidad, la empresa aplicará las normas de valoración que resulten más adecuadas para reflejar la imagen fiel de las operaciones tendentes a realizar el activo, cancelar las deudas y, en su caso, repartir el patrimonio neto resultante, debiendo suministrar en la memoria de las cuentas anuales toda la información significativa sobre los criterios aplicados.”

Como vemos, el propio PGC nos dice que no se ha de valorar de la misma manera una empresa cuya gestión va a continuar que una empresa que se va a vender o a liquidar. Por lo tanto, como paso previo tendremos que hacernos la siguiente pregunta:

¿Para qué quiere valorar su empresa?

Generalmente, cuando valoramos una empresa pretendemos:

- Determinar el valor a efectos de su transmisión o de su adquisición.
- Determinar el valor de liquidación.
- Determinar un valor que sirva como referencia para evaluar y remunerar la gestión de los directivos.
- Determinar un valor que sirva como referencia al juez en litigios derivados, por ejemplo, de herencias, separación de socios, etc.

Una vez clara la finalidad perseguida se deberá proceder a elegir el método de valoración más adecuado.

Es importante recalcar que para aplicar cualquier método de valoración, además de disponer de una completa información de la situación económico-financiera de la empresa, hay que contar con un conocimiento detallado:

- De las características del negocio.
- Del sector y mercado en el que funciona.
- De sus ventajas y debilidades respecto a la competencia.
- De las potencialidades de su capital intelectual.

Recuerde

El valor es un concepto subjetivo. El valor de una empresa dependerá de la finalidad de la valoración y de la situación del que realiza la valoración.

2. El precio de una empresa

El precio de una empresa es el valor que el vendedor va a recibir y el comprador va a pagar tras un proceso de negociación.

Antes de afrontar el proceso de negociación del precio de su empresa, no olvide que el concepto VALOR es subjetivo y depende de las circunstancias personales del que realiza la valoración. Así:

- El vendedor querrá alcanzar un precio mayor al importe por el que ha valorado la empresa.
- El comprador querrá pagar un precio inferior al valor que ha calculado para el negocio.

Recuerde

El precio de la transacción será el valor de equilibrio alcanzado por el acuerdo de las partes.

3. Métodos de valoración

Existen diferentes métodos de valoración:

- Métodos basados en el balance.
- Métodos basados en múltiplos de la cuenta de resultados.
- Métodos mixtos (basados en el fondo de comercio).
- Métodos de descuento de flujos de fondos.

En esta guía vamos a analizar los métodos basados en el balance, por ser los de aplicación más sencilla para el vendedor, si éste quiere obtener, por sí mismo, una estimación del valor de su empresa.

La valoración obtenida por estos métodos, deberá ser en todo caso contrastada con la extraída por medio de cualquiera de los otros métodos anteriormente indicados.

Para más información sobre los métodos de valoración pinche **aquí**.

3.1. Métodos basados en el balance

Según estos métodos la empresa vale lo que valgan los elementos patrimoniales que figuren en el balance.

Son métodos que afrontan la valoración de la empresa desde una perspectiva estática, sin tomar en consideración la evolución futura de la actividad.

Podemos distinguir las siguientes modalidades:

- Valor contable.
- Valor contable ajustado.

- Valor de liquidación.
- Valor sustancial.

3.1.1. Valor contable

El valor de la empresa es el valor del patrimonio neto contable del balance de la empresa.

El balance está compuesto por las siguientes partes:

- **Activos:** bienes, derechos y otros recursos controlados económicamente por la empresa, resultantes de sucesos pasados, de los que es probable que la empresa obtenga beneficios económicos en el futuro.
- **Pasivos:** obligaciones actuales surgidas como consecuencia de sucesos pasados, cuya extinción es probable que dé lugar a una disminución de recursos que puedan producir beneficios económicos. A estos efectos, se entienden incluidas las provisiones.
- **Patrimonio neto:** constituye la parte residual de los activos de la empresa, una vez deducidos todos sus pasivos. Incluye:
 - Las aportaciones realizadas, ya sea en el momento de la constitución o en otros posteriores, por los socios o propietarios, que no tengan la consideración de pasivos.
 - Los resultados acumulados u otras variaciones de interés.

El **valor contable o en libros** es el importe neto por el que un activo o un pasivo se encuentra registrado en el balance una vez deducida, en el caso de los activos, su amortización acumulada y cualquier corrección valorativa por deterioro acumulada que se haya registrado.

Recuerde

El patrimonio neto contable es el resultado de la siguiente diferencia:

+	Valor contable de los activos
–	Valor contable los pasivos
=	Patrimonio neto contable

No olvide que se trata del patrimonio neto "contable" por lo que los diferentes elementos del balance estarán valorados siguiendo las normas establecidas por el PGC. Este tipo de valoración:

- No tiene en cuenta, salvo para determinadas inversiones financieras, las revalorizaciones que puedan haber tenido determinados elementos, como por ejemplo los terrenos y los bienes inmuebles.
- Obvia una serie de recursos de carácter intangible que aportan valor a la empresa porque solo toma en consideración los elementos que las normas contables permiten que consten en el balance.

La utilidad de esta modalidad de valoración va a quedar reducida a la determinación de un importe que pueda servir (siempre que la empresa siga funcionando), como cuantía mínima a considerar.

Ejemplo

La sociedad anónima A le quiere comprar, a principios del año 1, el negocio al empresario individual B. El balance del negocio del empresario B, en ese momento es el siguiente:

ACTIVO		PATRIMONIO NETO + PASIVO	
Construcciones.....	100.000	Patrimonio neto.....	190.000
Terrenos.....	120.000	Proveedores.....	38.000
Amort. ac. de construcciones.....	(10.000)		
Mercaderías.....	8.000		
Cientes.....	10.000		
TOTAL ACTIVO	228.000	TOTAL PATRIMONIO NETO + PASIVO	228.000

Partiendo de ese balance, se ha construido la siguiente tabla:

ACTIVOS	VALOR CONTABLE	VALOR RAZONABLE
Construcciones	90.000	200.000
Terrenos	120.000	240.000
Mercaderías	8.000	10.000
Cientes	10.000	10.000
TOTAL	228.000	460.000
PASIVOS	VALOR CONTABLE	VALOR RAZONABLE
Proveedores	38.000	38.000
TOTAL	38.000	38.000

Por lo tanto, el valor contable de esta empresa es el siguiente:

$$228.000 - 38.000 = 190.000$$

3.1.2. Valor contable ajustado

Este método va a tratar de ajustar el importe calculado según las normas contables, al valor de mercado. En el ámbito contable el valor de mercado se asimila al concepto denominado “valor razonable”. Según el Marco Conceptual del PGC el “valor razonable” es:

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

El valor razonable se determinará **sin deducir los costes de transacción** en los que pudiera incurrirse en su enajenación. No tendrá en ningún caso el carácter de valor razonable el que sea resultado de una transacción forzada, urgente o como consecuencia de una situación de liquidación involuntaria.

Recuerde

+	Valor razonable de los activos
-	Valor razonable los pasivos
=	Patrimonio neto contable ajustado

El valor razonable se calculará por referencia a un valor fiable de mercado. En este sentido, el precio cotizado en un **mercado activo** será la mejor referencia del valor razonable, entendiéndose por mercado activo aquél en el que se den las siguientes condiciones:

- Que los bienes o servicios intercambiados en el mercado sean homogéneos.
- Que puedan encontrarse en cualquier momento compradores o vendedores para un determinado bien o servicio.
- Que los precios sean conocidos y fácilmente accesibles para el público. Estos precios, además, reflejan transacciones de mercado reales, actuales y producidas con regularidad.

¿Qué pasa cuando no existe un mercado activo?

Para aquellos elementos respecto de los cuales no exista un mercado activo, el valor razonable se obtendrá mediante la aplicación de modelos y técnicas de valoración.

Entre los **modelos de valoración** se incluye:

- El empleo de referencias:
 - A transacciones recientes en condiciones de independencia mutua entre partes interesadas y debidamente informadas, si estuviesen disponibles.

- Al valor razonable de otros activos que sean sustancialmente iguales.
- Métodos de descuento de flujos de efectivo futuros estimados.
- Modelos generalmente utilizados para valorar opciones.

Respecto a las **técnicas de valoración** empleadas no olvide que:

- Deberán ser consistentes con las metodologías aceptadas y utilizadas por el mercado para la fijación de precios, debiéndose usar, si existe, la técnica de valoración empleada por el mercado que haya demostrado ser la que obtiene unas estimaciones más realistas de los precios.
- Deberán maximizar el uso de datos observables de mercado y de otros factores tenidos en cuenta para fijar el precio, limitando en todo lo posible el empleo de consideraciones subjetivas y de datos no observables o contrastables.
- Deberán ser evaluadas periódicamente por la empresa que las utilice, empleando como referencia los precios observables de transacciones recientes en el mismo activo que se valore o utilizando los precios basados en datos o índices observables de mercado que estén disponibles y resulten aplicables.

Recuerde

El valor razonable de un activo para el que no existan transacciones comparables en el mercado, puede obtenerse con fiabilidad si la variabilidad en el rango de las estimaciones del valor razonable del activo no es significativa o las probabilidades de las diferentes estimaciones, dentro de ese rango, pueden ser evaluadas razonablemente y utilizadas en la estimación del valor razonable.

¿Qué ocurre si resulta imposible una estimación fiable del valor razonable?

Cuando corresponda aplicar la valoración por el valor razonable, los elementos que no puedan valorarse de manera fiable, ya sea por referencia a un valor de mercado o mediante la aplicación de los modelos y técnicas de valoración antes señalados, se valorarán, según proceda, por su coste amortizado o por su precio de adquisición o coste de producción, minorado, en su caso, por las partidas correctoras de su valor que pudieran corresponder, es decir por su valor contable.

Ejemplo

La sociedad anónima A le quiere comprar, a principios del año 1, el negocio al empresario individual B. El balance del negocio del empresario B, en ese momento es el siguiente:

ACTIVO		PATRIMONIO NETO + PASIVO	
Construcciones.....	100.000	Patrimonio neto.....	190.000
Terrenos.....	120.000	Proveedores.....	38.000
Amort. ac. de construcciones.....	(10.000)		
Mercaderías.....	8.000		
Clientes.....	10.000		
TOTAL ACTIVO	228.000	TOTAL PATRIMONIO NETO + PASIVO	228.000

Partiendo de este balance, se ha construido la siguiente tabla:

ACTIVOS	VALOR CONTABLE	VALOR RAZONABLE
Construcciones	90.000	200.000
Terrenos	120.000	240.000
Mercaderías	8.000	10.000
Clientes	10.000	10.000
TOTAL	228.000	460.000
PASIVOS	VALOR CONTABLE	VALOR RAZONABLE
Proveedores	38.000	38.000
TOTAL	38.000	38.000

Por lo tanto, el valor contable ajustado de esta empresa es el siguiente:

$$460.000 - 38.000 = 422.000$$

3.1.3. Valor de liquidación

Para comprender este valor, no debe olvidar que el Marco Conceptual de la Contabilidad incluido en la primera parte del PGC y del PGCPYME establece explícitamente que la contabilidad de la empresa y, en especial, el registro y la valoración de los elementos de las cuentas anuales, se desarrollarán aplicando, entre otros, el “principio de empresa en funcionamiento”.

Por la aplicación de este principio se considerará, salvo prueba en contrario, que la gestión de la empresa continuará en un futuro previsible, por lo que la aplicación de los principios y criterios contables no tiene el propósito de determinar el valor del patrimonio neto a efectos de su transmisión global o parcial, ni el importe resultante en caso de liquidación.

En conclusión, y sólo para aquellos casos en los que no resulte de aplicación este principio porque la intención es la de la liquidación de la empresa, se aplicarán las normas de valoración que resulten más adecuadas para reflejar la imagen fiel de las operaciones tendentes a:

- Realizar el activo.
- Cancelar las deudas.
- En su caso, repartir el patrimonio neto de liquidación resultante.

Recuerde

Con lo que se pueda sacar de la realización de los activos se han de cancelar las deudas y los costes del propio proceso liquidador. Lo que quede, el patrimonio neto de liquidación, se podrá repartir entre los propietarios.

Lo normal es que el valor de liquidación sea el límite inferior del rango de valores estimables.

Ejemplo

El empresario individual B quiere liquidar lo antes posible su negocio. El balance del negocio del empresario B, en ese momento es el siguiente:

ACTIVO		PATRIMONIO NETO + PASIVO	
Construcciones.....	100.000	Patrimonio neto.....	190.000
Terrenos.....	120.000	Proveedores.....	38.000
Amort. ac. de construcciones.....	(10.000)		
Mercaderías.....	8.000		
Clientes.....	10.000		
TOTAL ACTIVO	228.000	TOTAL PATRIMONIO NETO + PASIVO	228.000

....

...

Partiendo de ese balance, se ha construido la siguiente tabla:

ACTIVOS	VALOR CONTABLE	VALOR RAZONABLE
Construcciones	90.000	200.000
Terrenos	120.000	240.000
Mercaderías	8.000	10.000
Clientes	10.000	10.000
TOTAL	228.000	460.000
PASIVOS	VALOR CONTABLE	VALOR RAZONABLE
Proveedores	38.000	38.000
TOTAL	38.000	38.000

Además sabemos que:

- El conocimiento que tienen los posibles compradores de los diferentes elementos patrimoniales de las urgencias de empresario B hace que el valor de liquidación de las construcciones, terrenos y mercaderías únicamente suponga el 80% de su valor razonable.
- Para conseguir que los clientes nos paguen antes del vencimiento pactado se les hace un descuento del 10%
- Por pagar a los proveedores antes del vencimiento el empresario B se beneficia de un descuento del 15%

Con esos datos, se construye la siguiente tabla:

ACTIVOS	VALOR CONTABLE	VALOR RAZONABLE	VALOR DE LIQUIDACIÓN
Construcciones	90.000	200.000	160.000
Terrenos	120.000	240.000	192.000
Mercaderías	8.000	10.000	8.000
Clientes	10.000	10.000	9.000
TOTAL	228.000	460.000	369.000
PASIVOS	VALOR CONTABLE	VALOR RAZONABLE	VALOR DE LIQUIDACIÓN
Proveedores	38.000	38.000	32.300
TOTAL	38.000	38.000	32.300

Por lo tanto, el valor de liquidación de esta empresa es el siguiente:

$$369.000 - 32.300 = 336.700 \text{ euros}$$

3.1.4. Valor sustancial

El valor sustancial de una empresa es el importe de la inversión que debería efectuarse para constituir otra en idénticas condiciones a la que se está valorando.

Si recurre a este tipo de valoración debe tener en cuenta las siguientes consideraciones:

- Los elementos se valoran bajo el supuesto de aplicación del principio de empresa en funcionamiento; es decir, no se trata de hallar valores de liquidación.
- Sólo se valoran aquéllos elementos necesarios para la explotación.
- El valor más apropiado a utilizar es el precio de reposición. El precio de reposición es el importe que tendríamos que satisfacer para adquirir los elementos en cuestión en el mercado. En caso de no existir mercado de dichos elementos, el precio de reposición sería el precio de aquéllos elementos sustitutivos de los que estamos valorando.
- En cuanto a los pasivos, solo se tienen en consideración aquéllos pasivos exigibles derivados de la explotación (proveedores, acreedores por prestación de servicios, etc.).

Por lo tanto, teniendo en cuenta las consideraciones anteriores, tenemos que:

- Valor sustancial bruto = Precio de reposición de los activos afectos a la explotación.
- Valor sustancial neto = Valor sustancial bruto – Pasivos exigibles afectos a la explotación.
- Valor sustancial neto reducido = Valor sustancial bruto – Pasivos exigibles sin coste.

Ejemplo

La sociedad anónima A quiere comprar la empresa B. El balance de la empresa B en ese momento es el siguiente:

ACTIVO		PATRIMONIO NETO + PASIVO	
Construcciones.....	250.000	Patrimonio neto	190.000
Terrenos.....	150.000	Proveedores	38.000
Amort. ac. de construcciones.....	(25.000)	Deudas a largo plazo con bancos	165.000
Mercaderías.....	8.000		
Clientes.....	10.000		
TOTAL ACTIVO	393.000	TOTAL PATRIMONIO NETO + PASIVO	393.000

...

...

Además sabemos que:

- El 25% de las construcciones y de los terrenos corresponden a unas inversiones inmobiliarias no afectadas a la explotación.
- El 30% de la deuda a largo plazo con bancos corresponde a la financiación de la inversión inmobiliaria.

Partiendo de ese balance y los datos de los valores de reposición, se ha construido la siguiente tabla:

ACTIVOS DE EXPLOTACIÓN	VALOR CONTABLE	VALOR DE REPOSICIÓN
Construcciones	168.750	500.000
Terrenos	112.500	350.000
Mercaderías	8.000	7.500
Clientes	10.000	10.000
TOTAL	299.250	867.500
PASIVOS DE EXPLOTACIÓN	VALOR CONTABLE	
Proveedores	38.000	38.000
Deudas a largo plazo con bancos	49.500	49.500
TOTAL	87.500	87.500

Por lo tanto:

- Valor sustancial bruto = 867.500
- Valor sustancial neto = $867.500 - 87.500 = 780.000$
- Valor sustancial neto reducido = $867.500 - 38.000 = 829.500$

3.2. Métodos basados en múltiplos de las cuentas de resultados

Los métodos basados en múltiplos de la cuenta de resultados van a tratar de calcular el valor de una empresa teniendo en cuenta determinadas magnitudes relacionadas con la cuenta de resultados:

- Los beneficios.
- La cifra de ventas.
- La capacidad productiva.
- Otros indicadores relacionados con la cuenta de resultados.

El procedimiento consiste en tratar de identificar una relación entre el valor que otorga el mercado a empresas comparables a la que estamos analizando y diferentes medidas de sus resultados financieros.

Una vez identificada esa relación, que conoceremos como “múltiplo”, la aplicaremos sobre las medidas de los resultados de la empresa objetivo para hallar el valor que estamos buscando.

Los **múltiplos** más utilizados son los siguientes:

- Valor de los beneficios (PER).
- Múltiplo de las ventas.
- Valor de los dividendos.

Recuerde

Lo difícil en este método es acertar con la elección de las empresas “comparables” y contar con unos múltiplos lo más ajustados posibles a la empresa que se está valorando.

3.2.1. Valor de los beneficios (PER)

El PER (Price Earnings Ratio) es la relación existente entre la cotización de una acción y el beneficio que le corresponde a la misma:

$$\text{PER} = \text{Cotización de la acción} / \text{Beneficio por acción}$$

Según este método, si conocemos que el mercado otorga un PER determinado a una empresa “comparable” a la nuestra, podremos usar ese PER para calcular el valor de nuestra empresa de la siguiente manera:

$$\begin{array}{l} \text{Valor del total de} \\ \text{las acciones o} \\ \text{participaciones de} \\ \text{nuestra empresa} \end{array} = \begin{array}{l} \text{PER de la empresa} \\ \text{comparable} \end{array} \times \begin{array}{l} \text{Beneficio de nuestra} \\ \text{empresa} \end{array}$$

Ejemplo

La sociedad anónima A quiere comprar la empresa B. Entre los datos que maneja están los siguientes:

- Con una cifra de ventas de 2.500.000 euros, el beneficio de la empresa B del último año ha ascendido a 500.000 euros.
- Con una cifra de ventas media de los últimos 5 años de 3.000.000 de euros, el beneficio medio de la empresa B ha sido de 450.000 euros.
- Los datos medios de las empresas comparables del sector al que pertenece la empresa B muestran un PER de 15.

Por lo tanto, aplicando este múltiplo la estimación del valor del total de las acciones de la empresa B sería el siguiente:

$$\text{Valor empresa B} = 15 \times 450.000 = 6.750.000 \text{ euros}$$

3.2.2. Múltiplo de las ventas

Según este método, el valor de la empresa se calcula multiplicando su cifra de ventas por el múltiplo que el mercado ha asignado a las empresas comparables del sector. Así:

$$\begin{array}{l} \text{Valor de la empresa} \\ \text{que estamos} \\ \text{analizando} \end{array} = \begin{array}{l} \text{Ratio sectorial que} \\ \text{corresponde a la} \\ \text{empresa} \end{array} \times \begin{array}{l} \text{Cifra de ventas de} \\ \text{la empresa que} \\ \text{estamos analizando} \end{array}$$

Ejemplo

La sociedad anónima A quiere comprar la empresa B. Entre los datos que maneja están los siguientes:

- Con una cifra de ventas de 2.500.000 euros, el beneficio de la empresa B del último año ha ascendido a 500.000 euros.
- Con una cifra de ventas media de los últimos 5 años de 3.000.000 de euros, el beneficio medio de la empresa B ha sido de 450.000 euros.
- Los datos medios de las empresas comparables del sector al que pertenece la empresa B indican la siguiente relación:

Valor de las acciones/Cifra de ventas = 3

Por lo tanto, aplicando este múltiplo la estimación del valor del total de las acciones de la empresa B sería el siguiente:

$$\text{Valor empresa B} = 3 \times 3.000.000 = 9.000.000 \text{ euros}$$

3.2.3. Valor de los dividendos

Según este método, el valor de una acción o participación de la empresa que se está valorando es igual al valor actual de los dividendos que se espera obtener de ella. De esta manera:

- a) Si se espera que las acciones o participaciones produzcan dividendos constantes todos los años, el valor de la de la acción o participación se puede calcular de la siguiente manera:

$$\text{Valor de la acción o participación} = \frac{\text{Dividendo por acción repartido por la empresa}}{\text{Rentabilidad exigida a las acciones}}$$

Invertir en la compra de acciones tiene sus riesgos, si la empresa va mal puede perder lo invertido. Para compensar esos riesgos, que no existen, por ejemplo, en

la compra de bonos del estado, se exige a la acción que dé más rentabilidad de la que daría una inversión segura. Esto es, a más riesgo más rentabilidad.

La rentabilidad exigida a las acciones se obtiene de la siguiente manera:

$$\text{Rentabilidad exigida a las acciones} = \text{Rentabilidad de la deuda del estado a largo plazo} + \text{Prima de riesgo de la empresa}$$

b) Si se espera que el dividendo crezca a un porcentaje anual constante de manera indefinida, el cálculo será el siguiente:

$$\text{Valor de la acción o participación} = \frac{\text{Dividendo por acción repartido por la empresa}}{\text{Rentabilidad exigida a las acciones} - \text{Porcentaje anual constante}}$$

3.3. Métodos mixtos (basados en el fondo de comercio)

Si miramos el balance de una empresa nos toparemos con una serie de activos que son los encargados de generar valor a los propietarios. Estos activos pueden ser tangibles o intangibles.

Existen una serie de activos intangibles que, por no cumplir con las exigencias contables, no figuran en el balance pero que contribuyen, muchas veces de manera significativa, a la generación de un “plus” de rentabilidad respecto a otras empresas equiparables y que hacen que el valor de la empresa sea superior al valor de su balance ajustado a valores de mercado.

A ese conjunto de activos intangibles se le conoce como “Fondo de comercio”. Estos métodos tratan de identificar y valorar ese beneficio “extra” que genera para sumarlo al valor del patrimonio contable empresarial.

Las distintas variedades de este enfoque son, básicamente, las siguientes:

- Método “clásico”
- Método de la UEC.
- Método de la UEC simplificado.
- Método directo o “anglosajón”.
- Método indirecto o de los “prácticos”.
- Método de compra de resultados anuales.
- Método de la tasa con riesgo y de la tasa sin riesgo.

3.3.1. Método clásico

Según estos métodos mixtos el valor de la empresa es el resultado de la siguiente suma:

$$\text{Valor de la empresa} = \text{Valor sustancial neto} + \text{Fondo de comercio}$$

Siendo:

- **Valor sustancial bruto** = Precio de reposición de los activos afectos a la explotación.
- **Valor sustancial neto** = Valor sustancial bruto – Pasivos exigibles afectos a la explotación.

Según esta variante clásica, el fondo de comercio se obtendría sumando *n* veces el beneficio anual (empresas industriales) ó como un porcentaje de la facturación (empresas comerciales). Es decir, aplicando alguna de las siguientes fórmulas:

$$\begin{aligned}\text{Fondo de comercio} &= n \times \text{Beneficio} \\ \text{Fondo de comercio} &= \text{Porcentaje} \times \text{Cifra de ventas}\end{aligned}$$

El número “n” y el porcentaje dependerán del sector, tipo de empresa, estado de la economía, etc.

Ejemplo

La sociedad anónima A quiere comprar la empresa B que se dedica a la fabricación de chips electrónicos. El balance de la empresa B en ese momento es el siguiente:

ACTIVO		PATRIMONIO NETO + PASIVO	
Construcciones.....	250.000	Patrimonio neto.....	190.000
Terrenos.....	150.000	Proveedores.....	38.000
Amort. ac. de construcciones...	(25.000)	Deudas a largo plazo con bancos	165.000
Mercaderías.....	8.000		
Clientes.....	10.000		
TOTAL ACTIVO	393.000	TOTAL PATRIMONIO NETO + PASIVO	393.000

Además sabemos que:

- El 25% de las construcciones y de los terrenos corresponden a unas inversiones inmobiliarias no afectadas a la explotación.
- El 30% de la deuda a largo plazo con bancos corresponde a la financiación de la inversión inmobiliaria.

...

...

- El beneficio anual esperado es de 520.000 euros.
- En el sector al que pertenece la empresa B se suele usar como múltiplo de beneficio un número de 3 años.

Partiendo de ese balance y los datos de los valores de reposición, se ha construido la siguiente tabla:

ACTIVOS DE EXPLOTACIÓN	VALOR CONTABLE	VALOR DE REPOSICIÓN
Construcciones	168.750	500.000
Terrenos	112.500	350.000
Mercaderías	8.000	7.500
Clientes	10.000	10.000
TOTAL	299.250	867.500
PASIVOS DE EXPLOTACIÓN	VALOR CONTABLE	
Proveedores	38.000	38.000
Deudas a largo plazo con bancos	49.500	49.500
TOTAL	87.500	87.500

Con esos datos tenemos que

- Valor sustancial bruto = 867.500
- Valor sustancial neto = 867.500 – 87.500 = 780.000

Por lo tanto, según el método clásico la empresa vale:

Valor de la empresa = 780.000 + (520.000 x 3) = 2.340.000 euros

3.3.2. Método de la Unión de Expertos Contables Europeos (UEC)

En esta variedad, el fondo de comercio se entiende como el valor actual del flujo de “superbeneficios” (beneficios por encima de lo normal en el sector). Este “superbeneficio” es igual a la diferencia entre el beneficio obtenido y el flujo que se obtendría invirtiendo a una determinada tasa sin riesgo un capital igual al valor de la empresa.

$$V = V_s + a_n (B - i \times V); \text{ despejando } V \text{ tenemos que: } V = [V_s + (a_n \times B)] / (1 + i \times a_n)$$

Donde:

V = Valor de la empresa.

V_s = Valor sustancial neto.

B = Beneficio del último año o del previsto para el próximo año.

i = Tasa de interés que se obtendría al colocar el valor sustancial de la empresa en una inversión alternativa a largo plazo libre de riesgo (por ejemplo, el interés de la deuda pública a largo plazo).

a_n = Valor actual de un flujo de una unidad monetaria por año durante n años (entre 5 y 8 años) a un tipo de interés que incluya la prima de riesgo correspondiente a la empresa.

$a_n (B - i \times V)$ = Fondo de comercio entendido como el valor actual de la diferencia entre el beneficio obtenido y el importe que se obtendría colocando el valor de la empresa en un producto sin riesgo y a largo plazo para un período de años n .

Ejemplo

La sociedad anónima A quiere comprar la empresa B. El balance de la empresa B en ese momento es el siguiente:

ACTIVO		PATRIMONIO NETO + PASIVO	
Construcciones.....	250.000	Patrimonio neto.....	190.000
Terrenos.....	150.000	Proveedores.....	38.000
Amort. ac. de construcciones....	(25.000)	Deudas a largo plazo con bancos	165.000
Mercaderías.....	8.000		
Clientes.....	10.000		
TOTAL ACTIVO	393.000	TOTAL PATRIMONIO NETO + PASIVO	393.000

Además sabemos que:

- El 25% de las construcciones y de los terrenos corresponden a unas inversiones inmobiliarias no afectadas a la explotación.
- El 30% de la deuda a largo plazo con bancos corresponde a la financiación de la inversión inmobiliaria.
- El beneficio previsto para el año siguiente para la empresa B asciende a 520.000 euros.
- La tasa de interés de la deuda pública a largo plazo es del 3%.
- A la inversión en la empresa B se le exige una rentabilidad del 5%.
- Se contempla un horizonte temporal de 5 años, con lo que $a_5 = 4,3295$ euros.

...

...

Partiendo de ese balance y los datos de los valores de reposición, se ha construido la siguiente tabla:

ACTIVOS DE EXPLOTACIÓN	VALOR CONTABLE	VALOR DE REPOSICIÓN
Construcciones	168.750	500.000
Terrenos	112.500	350.000
Mercaderías	8.000	7.500
Clientes	10.000	10.000
TOTAL	299.250	867.500
PASIVOS DE EXPLOTACIÓN	VALOR CONTABLE	
Proveedores	38.000	38.000
Deudas a largo plazo con bancos	49.500	49.500
TOTAL	87.500	87.500

Por lo tanto:

- Valor sustancial bruto = 867.500
- Valor sustancial neto = 867.500 – 87.500 = 780.000
- Valor sustancial neto reducido = 867.500 – 38.000 = 829.500

Aplicando el método de la UEC tenemos que:

Valor de la empresa = $[780.000 + (4,3295 \times 520.000)] / (1 + 0,03 \times 4,3295) = 2.682.874,81$ euros

3.3.3. Método de la Unión de Expertos Contables Europeos (UEC) “simplificado”

En este método, el fondo de comercio se entiende como el valor actual del flujo de “superbeneficios” (beneficios por encima de lo normal en el sector). En esta variante, el “superbeneficio” es igual a la diferencia entre el beneficio obtenido y el flujo que se obtendría invirtiendo a una determinada tasa sin riesgo un capital igual al valor sustancial de la empresa.

$$V = V_s + a_n (B - i \times V_s)$$

Donde:

V = Valor de la empresa.

V_s = Valor sustancial neto.

B = Beneficio del último año o del previsto para el próximo año

i = Tasa de interés que se obtendría al colocar el valor sustancial de la empresa en una inversión alternativa a largo plazo libre de riesgo (por ejemplo, el interés de la deuda pública a largo plazo).

a_n = Valor actual de un flujo de una unidad monetaria por año durante n años (entre 5 y 8 años) a una tipo de interés que incluya la prima de riesgo correspondiente a la empresa.

$a_n (B - i \times Vs)$ = Fondo de comercio entendido como el valor actual de la diferencia entre el beneficio obtenido y el importe que se obtendría colocando el valor sustancial en un producto sin riesgo y a largo plazo para un período de años n .

Ejemplo

La sociedad anónima A quiere comprar la empresa B. El balance de la empresa B en ese momento es el siguiente:

ACTIVO		PATRIMONIO NETO + PASIVO	
Construcciones.....	250.000	Patrimonio neto.....	190.000
Terrenos.....	150.000	Proveedores.....	38.000
Amort. ac. de construcciones....	(25.000)	Deudas a largo plazo con bancos	165.000
Mercaderías.....	8.000		
Clientes.....	10.000		
TOTAL ACTIVO	393.000	TOTAL PATRIMONIO NETO + PASIVO	393.000

Además sabemos que:

- El 25% de las construcciones y de los terrenos corresponden a unas inversiones inmobiliarias no afectadas a la explotación.
 - El 30% de la deuda a largo plazo con bancos corresponde a la financiación de la inversión inmobiliaria.
 - El beneficio previsto para el año siguiente para la empresa B asciende a 520.000 euros.
 - La tasa de interés de la deuda pública a largo plazo es del 3%.
 - A la inversión en la empresa B se le exige una rentabilidad del 5%.
 - Se contempla un horizonte temporal de 5 años, con lo que $a_5 = 4,3295$ euros.
- Partiendo de ese balance y los datos de los valores de reposición, se ha construido la siguiente tabla:

ACTIVOS DE EXPLOTACIÓN	VALOR CONTABLE	VALOR DE REPOSICIÓN
Construcciones	168.750	500.000
Terrenos	112.500	350.000
Mercaderías	8.000	7.500
Clientes	10.000	10.000
TOTAL	299.250	867.500
PASIVOS DE EXPLOTACIÓN	VALOR CONTABLE	
Proveedores	38.000	38.000
Deudas a largo plazo con bancos	49.500	49.500
TOTAL	87.500	87.500

Por lo tanto:

- Valor sustancial bruto = 867.500
- Valor sustancial neto = 867.500 – 87.500 = 780.000
- Valor sustancial neto reducido = 867.500 – 38.000 = 829.500

Aplicando el método de la UEC “simplificado” tenemos que:

Valor de la empresa = 780.000 + 4,3295 x (520.000 – 0,03 x 780.000) = 2.930.029,70 euros

3.3.4. Método directo o anglosajón

Según este método el fondo de comercio se obtiene actualizando para una duración infinita el valor del “superbeneficio” obtenido por la empresa. En este método este “superbeneficio” es igual a la diferencia entre el beneficio obtenido y el flujo que se obtendría invirtiendo a una determinada tasa sin riesgo un capital igual al valor sustancial de la empresa.

$$V = V_s + (B - i \times V_s) / t_m$$

Donde:

V = Valor de la empresa.

V_s = Valor sustancial neto.

B = Beneficio del último año o del previsto para el próximo año

i = Tasa de interés que se obtendría al colocar el valor sustancial de la empresa en una inversión alternativa a largo plazo libre de riesgo (por ejemplo, el interés de la deuda pública a largo plazo).

t_m = Tasa de interés de las inversiones alternativas libres de riesgo multiplicada por un coeficiente de riesgo comprendido ente 1,25 y 1,5.

(B – i x V_s) / t_m = Fondo de comercio entendido como el valor actual de la diferencia entre el beneficio obtenido y el importe que se obtendría colocando el valor sustancial en un producto sin riesgo y a largo plazo para un período infinito de años.

Ejemplo

La sociedad anónima A quiere comprar la empresa B. El balance de la empresa B en ese momento es el siguiente:

ACTIVO		PATRIMONIO NETO + PASIVO	
Construcciones.....	250.000	Patrimonio neto.....	190.000
Terrenos.....	150.000	Proveedores.....	38.000
Amort. ac. de construcciones....	(25.000)	Deudas a largo plazo con bancos	165.000
Mercaderías.....	8.000		
Clientes.....	10.000		
TOTAL ACTIVO	393.000	TOTAL PATRIMONIO NETO + PASIVO	393.000

...

...

Además sabemos que:

- El 25% de las construcciones y de los terrenos corresponden a unas inversiones inmobiliarias no afectadas a la explotación.
- El 30% de la deuda a largo plazo con bancos corresponde a la financiación de la inversión inmobiliaria.
- El beneficio previsto para el año siguiente para la empresa B asciende a 520.000 euros.
- La tasa de interés de la deuda pública a largo plazo es del 3%.
- A la inversión en la empresa B se le asocia un coeficiente de riesgo de 1,75.

Partiendo de ese balance y los datos de los valores de reposición, se ha construido la siguiente tabla:

ACTIVOS DE EXPLOTACIÓN	VALOR CONTABLE	VALOR DE REPOSICIÓN
Construcciones	168.750	500.000
Terrenos	112.500	350.000
Mercaderías	8.000	7.500
Clientes	10.000	10.000
TOTAL	299.250	867.500
PASIVOS DE EXPLOTACIÓN	VALOR CONTABLE	
Proveedores	38.000	38.000
Deudas a largo plazo con bancos	49.500	49.500
TOTAL	87.500	87.500

Por lo tanto:

- Valor sustancial bruto = 867.500
- Valor sustancial neto = 867.500 – 87.500 = 780.000
- Valor sustancial neto reducido = 867.500 – 38.000 = 829.500

Aplicando el método directo, tenemos que:

Valor de la empresa = $780.000 + (520.000 - 0,03 \times 780.000) / (0,03 \times 1,75) = 9.459.047,62$ euros

3.3.5. Método indirecto o “de los prácticos”

Según este método, la fórmula para hallar el valor de la empresa es la siguiente:

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

También puede expresarse como:

$$V = Vs + (B - i \times Vs) / 2i$$

Donde:

V = Valor de la empresa.

Vs = Valor sustancial neto.

B = Se suele usar el beneficio medio de los últimos tres años.

i = Tasa de interés que se obtendría al colocar el valor sustancial de la empresa en una inversión alternativa a largo plazo libre de riesgo (por ejemplo, el interés de la deuda pública a largo plazo).

Se puede variar la ponderación para que el valor sustancial y el beneficio obtenido no tengan pesos iguales.

Ejemplo

La sociedad anónima A quiere comprar la empresa B. El balance de la empresa B en ese momento es el siguiente:

ACTIVO		PATRIMONIO NETO + PASIVO	
Construcciones.....	250.000	Patrimonio neto.....	190.000
Terrenos.....	150.000	Proveedores.....	38.000
Amort. ac. de construcciones....	(25.000)	Deudas a largo plazo con bancos	165.000
Mercaderías.....	8.000		
Clientes.....	10.000		
TOTAL ACTIVO	393.000	TOTAL PATRIMONIO NETO + PASIVO	393.000

Además sabemos que:

- El 25% de las construcciones y de los terrenos corresponden a unas inversiones inmobiliarias no afectadas a la explotación.
- El 30% de la deuda a largo plazo con bancos corresponde a la financiación de la inversión inmobiliaria.
- El beneficio medio de los 3 últimos años ha sido de 450.000 euros.
- La tasa de interés de la deuda pública a largo plazo es del 3%.

Partiendo de ese balance y los datos de los valores de reposición, se ha construido la siguiente tabla:

...

...

ACTIVOS DE EXPLOTACIÓN	VALOR CONTABLE	VALOR DE REPOSICIÓN
Construcciones	168.750	500.000
Terrenos	112.500	350.000
Mercaderías	8.000	7.500
Clientes	10.000	10.000
TOTAL	299.250	867.500
PASIVOS DE EXPLOTACIÓN	VALOR CONTABLE	
Proveedores	38.000	38.000
Deudas a largo plazo con bancos	49.500	49.500
TOTAL	87.500	87.500

Por lo tanto:

- Valor sustancial bruto = 867.500
- Valor sustancial neto = $867.500 - 87.500 = 780.000$
- Valor sustancial neto reducido = $867.500 - 38.000 = 829.500$

Aplicando el método indirecto (de los “prácticos”), tenemos que:

Valor de la empresa = $780.000 + (520.000 - 0,03 \times 780.000) / (0,03 \times 2) = 9.056.666,67$ euros

3.3.6. Método de compra de resultados anuales

En este caso, el valor del fondo de comercio es el resultado de sumar el “superbeneficio” de un número determinado de años.

$$V = V_s + m (B - i \times V_s)$$

Donde:

V = Valor de la empresa.

V_s = Valor sustancial neto.

B = Beneficio del último año o del previsto para el próximo año.

(B - i × V_s) = “superbeneficio” ó la diferencia entre el beneficio obtenido y el flujo que se obtendría invirtiendo a una determinada tasa sin riesgo un capital igual al valor sustancial de la empresa.

i = Tasa de interés que se obtendría al colocar el valor sustancial de la empresa en una inversión alternativa a largo plazo libre de riesgo (por ejemplo, el interés de la deuda pública a largo plazo).

m = Número de años por el que se multiplica el “superbeneficio”. Se suele utilizar entre 3 y 5 años.

Ejemplo

La sociedad anónima A quiere comprar la empresa B. El balance de la empresa B en ese momento es el siguiente:

ACTIVO		PATRIMONIO NETO + PASIVO	
Construcciones.....	250.000	Patrimonio neto.....	190.000
Terrenos.....	150.000	Proveedores.....	38.000
Amort. ac. de construcciones....	(25.000)	Deudas a largo plazo con bancos	165.000
Mercaderías.....	8.000		
Clientes.....	10.000		
TOTAL ACTIVO	393.000	TOTAL PATRIMONIO NETO + PASIVO	393.000

Además sabemos que:

- El 25% de las construcciones y de los terrenos corresponden a unas inversiones inmobiliarias no afectadas a la explotación.
- El 30% de la deuda a largo plazo con bancos corresponde a la financiación de la inversión inmobiliaria.
- El beneficio previsto para el año siguiente para la empresa B asciende a 520.000 euros.
- La tasa de interés de la deuda pública a largo plazo es del 3%.
- Se contempla un horizonte temporal de 5 años.

Partiendo de ese balance y los datos de los valores de reposición, se ha construido la siguiente tabla:

ACTIVOS DE EXPLOTACIÓN	VALOR CONTABLE	VALOR DE REPOSICIÓN
Construcciones	168.750	500.000
Terrenos	112.500	350.000
Mercaderías	8.000	7.500
Clientes	10.000	10.000
TOTAL	299.250	867.500
PASIVOS DE EXPLOTACIÓN	VALOR CONTABLE	
Proveedores	38.000	38.000
Deudas a largo plazo con bancos	49.500	49.500
TOTAL	87.500	87.500

...

...

Por lo tanto:

- Valor sustancial bruto = 867.500
- Valor sustancial neto = 867.500 – 87.500 = 780.000
- Valor sustancial neto reducido = 867.500 – 38.000 = 829.500

Aplicando el método de compra de resultados anuales, tenemos que:

Valor de la empresa = 780.000 + 5 x (520.000 – 0,03 x 780.000) = 3.263.000 euros

3.3.7. Método de la tasa con riesgo y de la tasa sin riesgo

Según este método, el valor de una empresa se puede calcular aplicando la siguiente fórmula:

$$V = V_s + (B - i \times V); \text{ despejando } V \text{ tenemos que: } V = [V_s + B/t] / (1 + i/t)$$

Donde:

V = Valor de la empresa.

V_s = Valor sustancial neto.

B = Beneficio del último año o del previsto para el próximo año.

i = Tasa de interés que se obtendría al colocar el valor sustancial de la empresa en una inversión alternativa a largo plazo libre de riesgo (por ejemplo, el interés de la deuda pública a largo plazo).

t = Tasa i aumentada por un coeficiente de riesgo.

Si en el método de la UEC se entendía el fondo de comercio como el valor actual de la diferencia entre el beneficio obtenido y el importe que se obtendría colocando el valor de la empresa en un producto sin riesgo y a largo plazo para un período de años n, ahora el número de años considerado tiende al infinito.

Ejemplo

La sociedad anónima A quiere comprar la empresa B. El balance de la empresa B en ese momento es el siguiente:

ACTIVO		PATRIMONIO NETO + PASIVO	
Construcciones.....	250.000	Patrimonio neto.....	190.000
Terrenos.....	150.000	Proveedores.....	38.000
Amort. ac. de construcciones....	(25.000)	Deudas a largo plazo con bancos	165.000
Mercaderías.....	8.000		
Clientes.....	10.000		
TOTAL ACTIVO	393.000	TOTAL PATRIMONIO NETO + PASIVO	393.000

...

Además sabemos que:

- El 25% de las construcciones y de los terrenos corresponden a unas inversiones inmobiliarias no afectadas a la explotación.
- El 30% de la deuda a largo plazo con bancos corresponde a la financiación de la inversión inmobiliaria.
- El beneficio previsto para el año siguiente para la empresa B asciende a 520.000 euros.
- La tasa de interés de la deuda pública a largo plazo es del 3%.
- A la inversión en la empresa B se le exige una rentabilidad del 5%.

Partiendo de ese balance y los datos de los valores de reposición, se ha construido la siguiente tabla:

ACTIVOS DE EXPLOTACIÓN	VALOR CONTABLE	VALOR DE REPOSICIÓN
Construcciones	168.750	500.000
Terrenos	112.500	350.000
Mercaderías	8.000	7.500
Clientes	10.000	10.000
TOTAL	299.250	867.500
PASIVOS DE EXPLOTACIÓN		VALOR CONTABLE
Proveedores	38.000	38.000
Deudas a largo plazo con bancos	49.500	49.500
TOTAL	87.500	87.500

Por lo tanto:

- Valor sustancial bruto = 867.500
- Valor sustancial neto = 867.500 – 87.500 = 780.000
- Valor sustancial neto reducido = 867.500 – 38.000 = 829.500

Aplicando el método de la UEC tenemos que:

Valor de la empresa = $[780.000 + 520.000 / 0,05] / (1 + 0,03 / 0,05) = 6.987.500$ euros

3.4. Métodos de descuento de flujo de fondos

Los métodos basados en el descuento de flujos de fondos son los más rigurosos desde un punto de vista conceptual, ya que hacen depender el valor de la empresa no de su pasado sino de su capacidad para generar futuros flujos económicos y del riesgo que asume para conseguirlos.

Este enfoque ve a la empresa como una fuente de flujos de fondos. Cuanto mayor sea el chorro y cuanto más tiempo dure, más valdrá la empresa. El valor de las acciones de una empresa depende de la capacidad de ésta para generar dinero para sus propietarios. Por lo tanto, partiendo de pronósticos lo más detallados posible de las partidas relacionadas con la generación de fondos (pago de compras, cobro de ventas, pago de salarios, devolución de préstamos, pago de inmovilizados, etc.), esta metodología se centrará en calcular el valor actual de los futuros flujos aplicando un tipo de descuento que tenga en cuenta el riesgo de la inversión en la empresa.

A grandes rasgos, suponiendo una tasa de actualización constante, el valor de la empresa se obtiene de la aplicación de la siguiente fórmula:

$$V = FC_1 / (1 + k) + FC_2 / (1 + k)^2 + FC_3 / (1 + k)^3 + \dots + FC_n / (1 + k)^n + VR_n / (1 + k)^n$$

Donde:

V = Valor de la empresa.

FC = Flujo de caja.

VR_n = Valor residual estimado para la empresas en el período n.

K = Tipo de interés utilizado para la actualización.

Flujos a actualizar

A la hora de determinar los flujos económicos a actualizar, se puede elegir entre los siguientes:

- Flujos económicos según devengo: Nos estamos refiriendo al resultado contable del ejercicio, es decir ingresos menos gastos.
- Flujos económicos según criterio de caja: Nos estamos refiriendo a la diferencia entre cobros y pagos.

Recuerde

Se considera que los flujos derivados de la aplicación del criterio de caja determinan más eficientemente el valor de la empresa.

Una vez determinado que lo que vamos a actualizar son flujos de caja tendremos que tomar en consideración, básicamente, los siguientes:

- Flujo de caja libre para la empresa.
- Flujo de caja disponible para el accionista.
- Flujo de caja disponible para la deuda.

3.4.1. Flujo de caja libre para la empresa

Si ponemos el foco en la capacidad que tienen los activos de la empresa para generar rentas, independientemente de cómo se han financiado, el flujo de caja a descontar será el “flujo de caja libre”. Este flujo determinará la **capacidad de la actividad** de la empresa para remunerar a todos sus financiadores (propios o ajenos), es decir, la capacidad de pagar dividendos, intereses y devolver el principal de las deudas.

Básicamente este flujo se calcula añadiendo al resultado de explotación, antes de intereses e impuestos, aquellos gastos e ingresos contables que no suponen pagos y cobros (por ejemplo, amortizaciones y correcciones por deterioro) y restando el incremento de las necesidades operativas de fondos (NOF) y el importe de las inversiones en inmovilizados previstas.

Las necesidades operativas de fondos (NOF) vendrán determinadas por la parte de los saldos de los activos corrientes de explotación (existencias, clientes, Tesorería mínima requerida, etc.) que no son cubiertos por la financiación espontánea sin coste originada por la actividad (proveedores, acreedores por prestaciones de servicios, nóminas pendientes de pago, etc.).

Para actualizar este flujo, la tasa a aplicar es el coste promedio ponderado después de impuestos de los recursos (propios y ajenos) con los que se financia el activo (en inglés weighted average cost of capital, WACC).

$$\text{WACC} = [E \times K_e + D \times K_d \times (1 - T)] / (E + D)$$

Donde:

D = Valor de mercado de la deuda de la empresa.

E = Valor de mercado de las acciones de la empresa.

K_d = Coste de la deuda de la empresa antes de impuestos.

K_e = Rentabilidad exigida a las acciones.

T = Tasa impositiva.

Por lo tanto, mediante la actualización de este flujo hallaremos el **valor de los activos afectos a la explotación**.

3.4.2. Flujo de caja disponible para los accionistas

En este caso, nos interesa determinar la capacidad que tiene la empresa para generar fondos disponibles para los propietarios de la misma, es decir, el **valor de sus acciones**. Por lo tanto, los flujos que nos interesa descontar se calculan restando al flujo de caja libre para la empresa, los intereses y la devolución del principal de la financiación de terceros para luego sumarle los nuevos préstamos recibidos.

$$FC_a = \text{Flujo de caja libre} - [\text{Intereses pagados} \times (1 - T)] - \text{Pagos principal} + \text{Cobros nueva deuda}$$

Observamos que cuando no existe financiación ajena el flujo de caja libre coincide con el flujo de caja disponible para los accionistas. Este flujo de caja irá a parar a los accionistas de las siguientes maneras:

- A través del pago de dividendos por parte de la empresa.
- A través de la compra de acciones propias por parte de la empresa.
- A través de la reinversión en la propia empresa.

Para calcular el valor de las acciones, la tasa de descuento más apropiada será la rentabilidad que, dado el riesgo, los accionistas exigen a las acciones de la empresa para no poner su dinero en otras inversiones alternativas.

3.4.3. Flujo de caja disponible para la deuda

A los proveedores de financiación ajena a la empresa lo que les interesará es medir la capacidad que tiene la empresa para poder pagarles los intereses y devolverles el dinero prestado, es decir, el **valor de la deuda**. Por lo tanto, el flujo de fondos que tomarán en consideración será el compuesto por la suma de los intereses y las devoluciones de principal.

Para calcular este valor de la deuda, la tasa de descuento adecuada será la rentabilidad que exigen los proveedores de fondos ajenos para prestar su dinero a la empresa no colocándolo en otras inversiones alternativas.

Capital cash flow

A la suma del flujo de caja disponible para los accionistas y el flujo de caja disponible para la deuda se le denomina *Capital cash flow*.

Pues bien, actualizando el *capital cash flow*, aplicando el coste promedio ponderado antes de impuestos de los recursos (propios y ajenos) con los que se financia el activo, calcularemos el valor de la empresa en su totalidad:

$$WACC = [E \times K_e + D \times K_d] / (E + D)$$

Donde:

D = Valor de mercado de la deuda de la empresa.

E = Valor de mercado de las acciones de la empresa.

K_d = Coste de la deuda de la empresa antes de impuestos.

K_e = Rentabilidad exigida a las acciones.