

U  
N  
E  
X  
P  
O

República Bolivariana de Venezuela  
Universidad Nacional Experimental Politécnica  
*“Antonio José de Sucre”*  
*Vice-rectorado Puerto Ordaz*  
Departamento de Ingeniería Industrial  
**Ingeniería Financiera**

# FUNDAMENTOS DE LA VALORACIÓN DE EMPRESAS

**Profesor:**  
MSc. Ing. **Turmero, Iván**

**Integrantes:**  
**Carrasquel, Alfredo**  
**Pacheco ,Anthony**  
**Ramírez ,Miguel**

CIUDAD GUAYANA, DICIEMBRE DE 2016

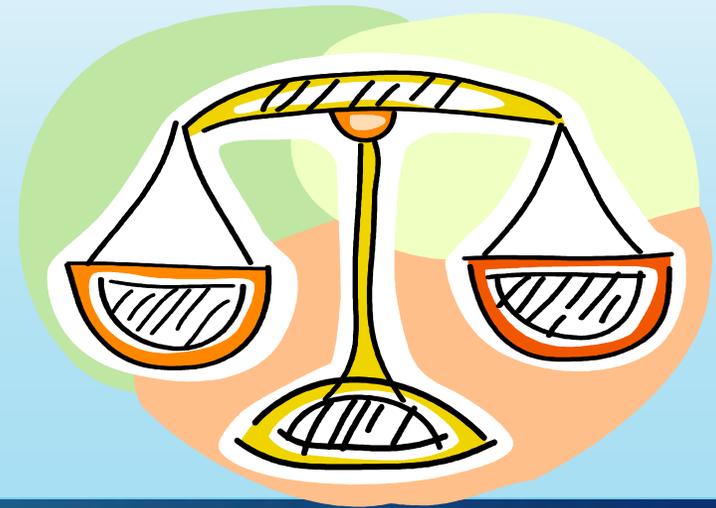
# ¿Qué es el valor de una empresa?

- ▶ El valor de una empresa es el grado de utilidad que ésta proporciona a sus usuarios o propietarios.



# ¿Qué es el valor?

- ▶ ***El valor no es otra cosa que el grado de utilidad o aptitud de las cosas para proporcionar bienestar o deleite o para satisfacer necesidades.***



# El valor del dinero

- Todo valor se transfiere de forma automática a dinero, esto es, se expresa en dinero, pero en realidad, el valor es diferente del precio y del costo de los bienes, se obtiene de la diferencia entre estos.
- **El precio** es el equivalente monetario del valor, el valor en el que estarían de acuerdo un comprador y un vendedor a la hora de hacer una transacción, lo que se paga por el bien en el mercado.
- **El costo** de un bien es una medida de la cuantía de recursos empleados para producirlo.

# El valor del dinero en el tiempo

- En inglés, *Time Value of Money*, abreviado usualmente como *TVM* es un concepto basado en la premisa de que un inversor prefiere recibir un pago de una suma fija de dinero hoy, en lugar de recibir el mismo monto en una fecha futura.
- En particular, si se recibe hoy una suma de dinero, se puede obtener interés sobre ese dinero. Adicionalmente, debido al efecto de inflación, en el futuro esa misma suma de dinero perderá poder de compra.

# Métodos de valoración de empresas

<b>Métodos analíticos</b>	El valor de una empresa se obtiene mediante la suma algebraica de todos sus elementos patrimoniales previamente valorados de forma individualizada	De base histórica	Toman como referencia los valores contables sin modificación alguna
		De base presente	Toman como referencia los valores contables ajustados a valor de mercado o valor presente
<b>Métodos de rendimiento</b>	La empresa es un todo armónico con independencia de los elementos particulares que la componen cuyo valor viene determinado por la suma actualizada de las rentas futuras	De base histórica	Las rentas utilizadas están calculadas sobre la base de las pasadas, ajustadas o no.
		De base futura	Las rentas actualizadas se toman con cierta independencia de las pasadas
<b>Métodos mixtos o compuestos</b>	El valor de una empresa es una mera convención, por lo que es mejor combinar los criterios analíticos y de rendimiento.	Si bien no se puede establecer la clasificación precedente, en cierta manera esta implícita en tanto que la mezcla de los métodos anteriores tiene guardar ciertas reglas de homogeneidad.	

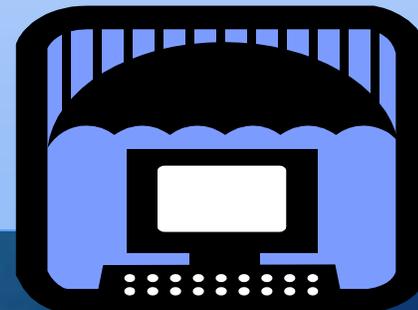
# Valoración de activos y pasivos

- ▶ La valoración es el proceso de estimar el valor de un activo o de un pasivo
- ▶ El proceso de valuación es muy importante en muchas situaciones incluyendo análisis de inversión, presupuesto de capital, Fusiones y Adquisiciones, etc.



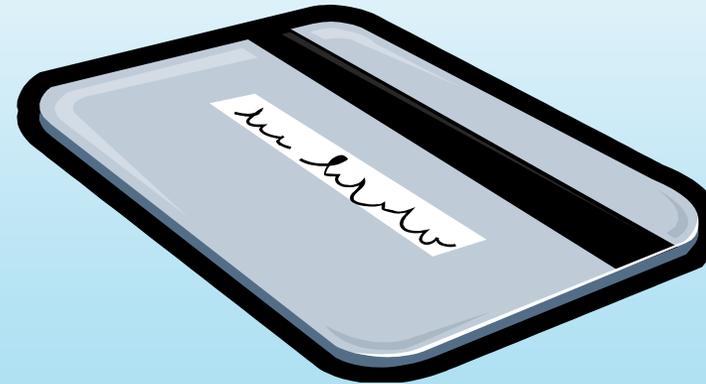
# Valorar Activos

- ▶ El valor que representan para mi empresa los activos analizando su importancia y el papel que tienen para el desarrollo de las actividades
  - ▶ Ejemplo en valor económico de un pc es de 4000\$ pero su importancia en el desarrollo de mi empresa es fundamental ya que sin ella no puedo acceder a mi ERP.



# Valorar Pasivos

- ▶ El valor que representa para mi empresa las deudas o compromisos financieros para esto debo considerar:
  - ▶ Valor económico
  - ▶ Compromiso
  - ▶ Intereses



# EFFECTO DE LOS IMPUESTOS Y OTRAS VARIABLES

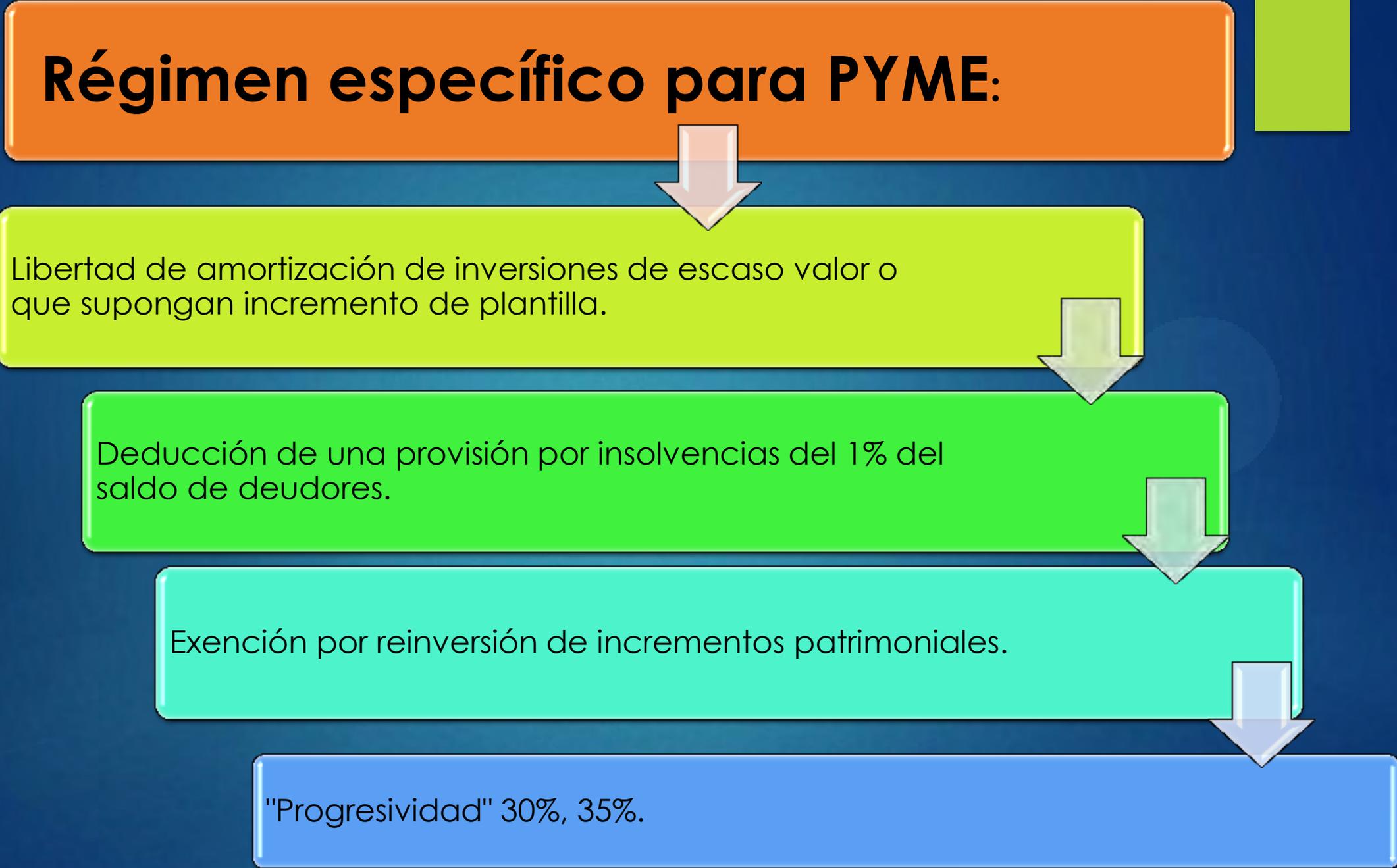
## 1. IMPUESTOS Y ESTRUCTURA FINANCIERA

Los impuestos son instrumento del Estado para dirigir la inversión y también una fuente financiera para el Estado y otros entes públicos

$$V = B \times (1-t) + t \times D$$
$$K_0$$

VALOR DE LA EMPRESA

# Régimen específico para PYME:



```
graph TD; A[Régimen específico para PYME:] --> B[Libertad de amortización de inversiones de escaso valor o que supongan incremento de plantilla.]; B --> C[Deducción de una provisión por insolvencias del 1% del saldo de deudores.]; C --> D[Exención por reinversión de incrementos patrimoniales.]; D --> E["Progresividad" 30%, 35%.]
```

Libertad de amortización de inversiones de escaso valor o que supongan incremento de plantilla.

Deducción de una provisión por insolvencias del 1% del saldo de deudores.

Exención por reinversión de incrementos patrimoniales.

"Progresividad" 30%, 35%.

## 2. EL EXTRAÑO CASO DE LAS SOCIEDADES 'HUCHA'

Las sociedades huchas no poseen ninguna actividad comercial o industrial, ni en nombre propio, ni a través de sociedades participadas; ni siquiera las empresas del sector financiero se pueden incluir en este tipo

Supongamos que el impuesto personal supone, por término medio, a sus propietarios, el 12%, es decir, recibirían, en términos netos, 88 céntimos por euro. El tipo impositivo es un porcentaje de cómputo anual. Ese sería el descuento máximo que estarían dispuestos a perder en la venta de la empresa a un tercero. Esta situación es inestable, puesto que el descuento es mayor o menor dependiendo del periodo considerado y, si la compraventa no se realiza dentro de un determinado periodo, los propietarios optarán por liquidar.

### 3. COSTES DE INSOLVENCIA FINANCIERA

$$V = V_{M\&M} + t \times D - C(L)$$



se define como la pérdida de valor que sufre la empresa por incrementar en determinada proporción su endeudamiento

. Los costes de insolvencia pueden ser de varios tipos:

#### 1. *Gastos financieros*

*Explícitos* □ *Honorarios / tasas judiciales*

*i. Costes de* □ □ □ *Gastos administrativos insolvencia* □

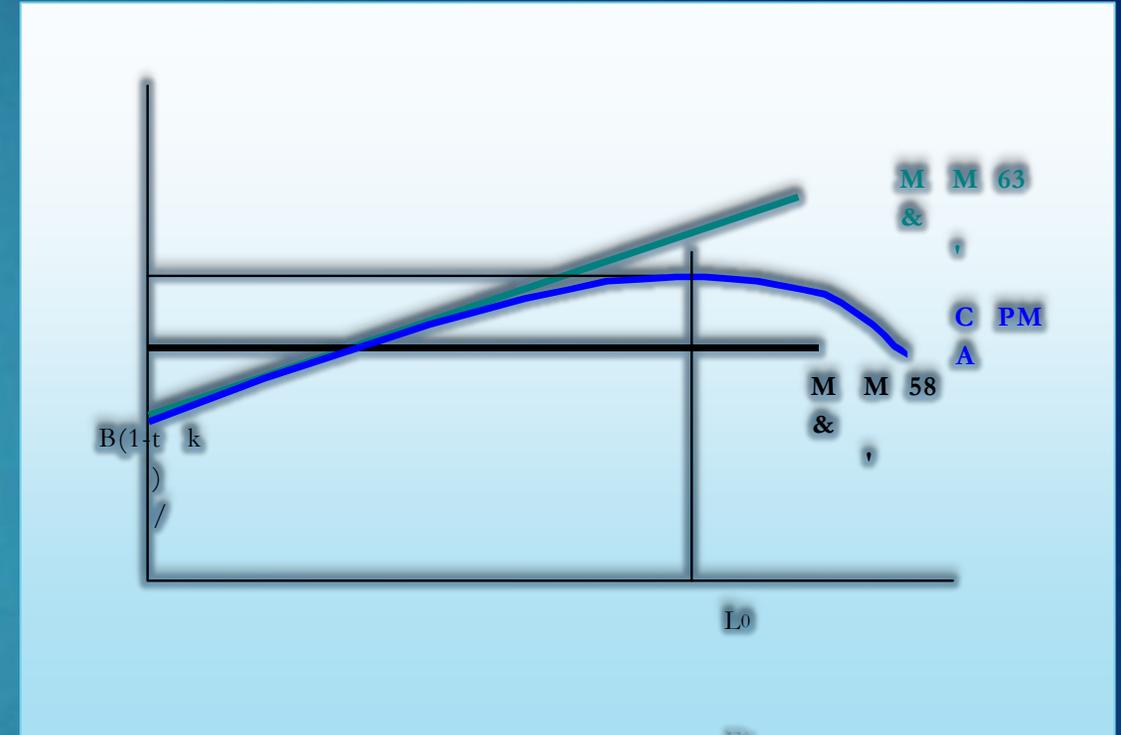
□ *Im agen, oportunidades*

2. □ *Im plicitos* □ □ *Clasificación del riesgo*

# Procedimientos concursales mercantiles.

JURÍDICAMENTE	Suspensión de pagos	Quiebra
EFFECTOS PATRIMONIALES	Falta de liquidez	Patrimonio neto negativo (AR < PE)
TEMPORALIDAD	Insolvencia técnica o provisional	Insolvencia legal o definitiva
INICIACIÓN	La solicita el empresario para protegerse de los acreedores	La solicitan los acreedores para protegerse del empresario
CONSECUENCIAS PARA ACCIONISTAS	Pérdida de valor, reducción del beneficio, incremento en la rentabilidad exigida.	Los socios pierden todo su patrimonio

El *Cost Asset Pricing Model* (CAPM) debe ser considerado el marco de referencia teórico actual de las Finanzas. Según Suárez, la consideración del coste derivado de la probabilidad de insolvencia reconcilia la teoría de *Modigliani y Miller* con las modernas tendencias, concretamente, el CAPM si al modelo de M&M de 1963 se le añade un término negativo en concepto de costes por insolvencia.



## 4. AUTOFINANCIACIÓN Y POLÍTICA DE DIVIDENDOS

Si “d” es la política de dividendos y “b” la de reservas, entonces se cumple que  $d + b = 1$ , de forma que el dividendo sea  $d \times B = (1 - b) \times B$  y el resto,  $b \times B = (1 - d) \times B$ , se reinvierta en la empresa.

la valoración considera los dividendos como un componente esencial en la valoración de acciones por parte del inversor

El verdadero motivo por el que los mercados dan más importancia al dividendo no es la escasa fiabilidad del beneficio, sino el predominio del inversor especulativo. En el caso de los inversores a corto plazo, el fracaso empresarial forma parte del riesgo de su inversión, pero en la valoración de la misma, sólo estiman el valor esperado en uno o dos días.

## 5. EL MODELO DEL BENEFICIO Y SU EXPRESIÓN SIMPLIFICADA

El modelo del beneficio parte del principio fundamental de la valoración y se basa en la consideración de que puede existir expansión en el importe de las inversiones.

Supongamos que el incremento de la inversión se financia conjuntamente con las reservas del año precedente y mediante una ampliación de capital, cuyas acciones quedarán valoradas al precio posterior a la emisión.

$$\Delta N \times P_{t+1} = \Delta I - B(1 - d);$$

$$\Delta N \times P_{t+1} = \Delta I - B + d \times B$$

Donde  $P_{t+1}$  hace referencia a la cotización futura prevista para  $N + \Delta N$  títulos (No confundir este precio final con el de emisión).

$$= \frac{B}{1+K} + \frac{B-I_1}{1+K} + \frac{B-I_2}{(1+K)^2} + \dots + \frac{1}{(1+K)^n} + K \sum_{t=1}^n \frac{I_t}{(1+K)^t} + \frac{V_n}{(1+K)^n} = 1$$



Esta expresión, conocida como **modelo del beneficio**, es similar al principio fundamental, pero no depende del dividendo y sí del beneficio. Este razonamiento debe sostenerse, además, con la suposición de que ni el beneficio ni las inversiones dependen de la política de dividendos.

## Hipótesis implícitas en la Teoría de M&M



<b>Mercados perfectos 1</b>	<b>Precios dados Información perfecta Sin costes de transacción</b>
<b>Racionalidad</b>	con respecto al beneficio
<b>Certeza</b>	No hay aversión al riesgo.

## EL MODELO DE CRECIMIENTO DE GORDON

El modelo parte de la consideración de que el valor intrínseco de la empresa vendría dado por la reinversión de beneficios que se realiza y, por lo tanto, de la política de reservas. Si del beneficio actual se ha retenido una parte “ $b \times B$ ”, entonces el año que viene, será rentabilizado y se obtendrá  $B + r \times b \times B$  unidades monetarias de beneficio, de las que se reinvertirá  $b \times (1 + rb) \times B$  y se obtendrá  $B + rb \times (1 + rb) \times B$ , así sucesivamente, de forma que el beneficio de la empresa será una renta creciente de razón “ $1 + rb$ ”. Se comprueba que tanto las reservas dotadas cada año, como los dividendos repartidos crecerán en la misma proporción. El modelo se suele expresar así:

$$V = \frac{d \times B}{-r + rd} k$$

### ESPECIALIDADES DEL PROCESO VALORATIVO

La negociación privada es el proceso previo a la contratación de una compraventa de empresa o de un porcentaje significativo de su capital, cuando no interviene ningún ente regulador, ni existe otra operación similar con la que comparar, en la misma empresa o en otra

#### costes de transacción

**Costes de información:** Las características internas de la empresa y las del vendedor le son más conocidas a éste. Las necesidades del comprador y sus posibilidades de financiación, así como algunos datos del entorno le son a él más conocidos.

**Costes de negociación:** En aquellos elementos en los que la información sea inexistente o prohibitiva, las vicisitudes de la negociación darán algunas pistas o indicios (o engaños) y se empezarán a sustituir los altos costes de información pagando a **negociadores** o devengando **dietas y viajes**, nombrando **árbitros**, etc.

## EL VENDEDOR

Los motivos más frecuentes que pueden impulsar al propietario de una empresa a transmitir la propiedad de un negocio son los siguientes:

La  
continuidad  
de la empresa

Diversificación  
del patrimonio

Crecimiento y  
diferenciación  
empresarial

## EL COMPRADOR

Desde el punto de vista del comprador, los factores que tendrá más en cuenta serán: Las motivaciones del vendedor, de las que ya se ha hablado, y el análisis estratégico de la posición de la empresa. Se trata de ver si es una empresa sana, qué posibilidades de negocio tiene, en qué mercado opera, etc.

## EL PRECIO

$$P = \frac{(B1 + B2 + B3)}{3} \times 7$$

El precio puede ser tanto fijo como variable.

Si la fórmula o el precio se fija de manera definitiva no plantea problemas; no ocurre lo mismo en caso de precio variable, es decir, con un precio que dependa de los resultados que obtenga la empresa en el futuro.

El valor es siempre un valor de negociación, tanto para una cesión minoritaria como para una transferencia de mayoría.

## LAS GARANTÍAS DE LAS PARTES

El vendedor deja de tener responsabilidades y se le suele exigir diversos tipos de garantías

**Garantía simple.** El coste neto del riesgo disminuye a priori el precio de las acciones. Es probable que en este caso el comprador no acepte liquidar la totalidad del precio convenido hasta tanto que el litigio no haya sido totalmente solucionado

**Garantía con franquicia.** El coste neto del riesgo no se toma en consideración si no excede de un cierto montante fijado por las partes. Puede tomarse el gasto a partir de la primera peseta o cuando sobrepase el montante de la franquicia según la fórmula elegida.

**Garantía con límite.** El coste neto del riesgo se toma en consideración, pero con un montante máximo fijado por las partes.

**Garantía en el cuadro de la fórmula de valoración.** De manera general, las fórmulas de valoración combinan activo neto y capacidad de generación de beneficios.

# LAS ADQUISICIONES APALANCADAS

## CONCEPTO Y MODALIDADES

En función de quién asuma esta función, encontramos varios tipos de adquisición apalancada:

**"Leveraged management buy-out" (MBO):** La adquisición de la participación se realiza por parte de los cuadros directivos "para el progreso de la [compañía] o para financiar su continuidad [entiéndase, la de la empresa]



**"Leveraged management buy-in" (MBI):** En este caso, es un adquirente externo quien realiza la operación, con el fin de nombrar a los nuevos directivos de la organización. Es la modalidad más reciente, aunque su desarrollo ha sido el más rápido.



**"Buy-In, Buy-out" (BinBo):** Se forma un equipo directivo compuesto por directivos de la propia empresa y ajenos a la misma, a fin de tomar "el control operativo de la empresa" (Martín Berzal, 1999, p. 31).



**"Owners Buy-Out" (OBO):** Algún accionista o grupo de propietarios de la empresa, con funciones ejecutivas en ella, adquieren una participación mayor de la que poseían.

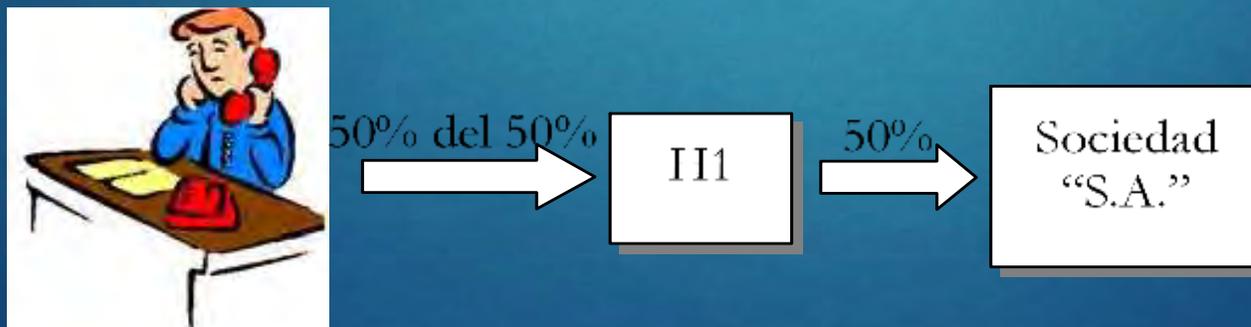


**"Leveraged Employee buy-out" (EBO):** Los propios trabajadores de la empresa, con el fin de salvarla de una situación de crisis y conservar así sus propios puestos de trabajo

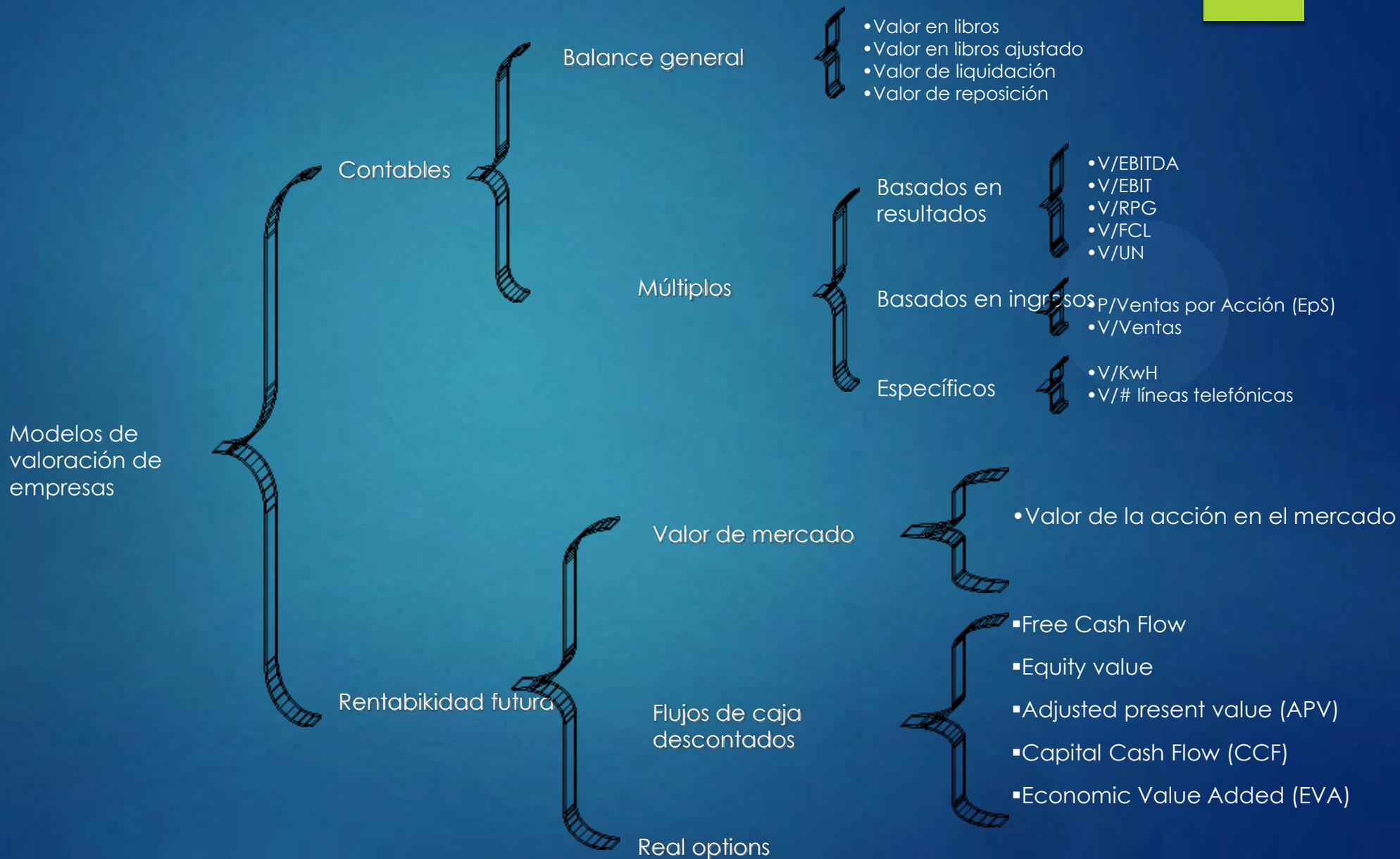
## OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN Y PRIMA DE CONTROL

Los modelos que se utilizan para predecir el valor de una acción o un paquete o cartera de acciones no son aplicables a operaciones en que se está pagando una prima de control, lo que se hace en muchas ocasiones en concepto de prima de concentración, de diversificación, integración o expansión.

## LAS SOCIEDADES HOLDING



# Modelos de Valoración de Empresas



# Modelos de Valoración contable

## Modelos de valoración contable

### Balance general

- Valor en libros
- Valor en libros ajustado
- Valor de liquidación
- Valor de reposición

### Múltiplos

#### Basados en resultados

- V/EBITDA
- V/EBIT
- V/RPG
- V/FCL
- V/UN

#### Basados en ingresos

- P/Ventas por Acción (EpS)
- V/Ventas

#### Específicos

- V/KwH
- V/# líneas telefónicas

# A partir del balance general

Valor en libros

Esta metodología se apoya en el modelo de partida doble, con los cual, el valor de la compañía es el valor del patrimonio.

$$V = E = A - D$$

Donde:

V= Valor de la compañía.

E = Patrimonio

A = Activo

D = Pasivo

Valor en libros ajustado

$$V = E_A = A_A - D_A$$

# A partir del balance general

## Valor de liquidación

Es lo que valdría la compañía al ser liquidada, con lo cual, quedaría el valor del patrimonio ajustado menos los gastos generados por el cierre.

Donde  $G$  representa los gastos ocasionados por la liquidación.

$$V = E_A = A_A - D_A - G$$

# A partir del balance general

## Valor de reposición

Este método supone que el valor de la compañía es igual a la suma del valor de compra de activos que son necesarios para la operación del negocio:

Donde  $A_j$  representa el valor de compra del activo.

$$V = \sum_{j=1}^n A_j$$

¿cuáles de los activos se necesitan realmente para operar el negocio? podrían ser todos, o únicamente aquellos que hacen parte de su operación normal (Fernández 2001a)

# A partir del balance general

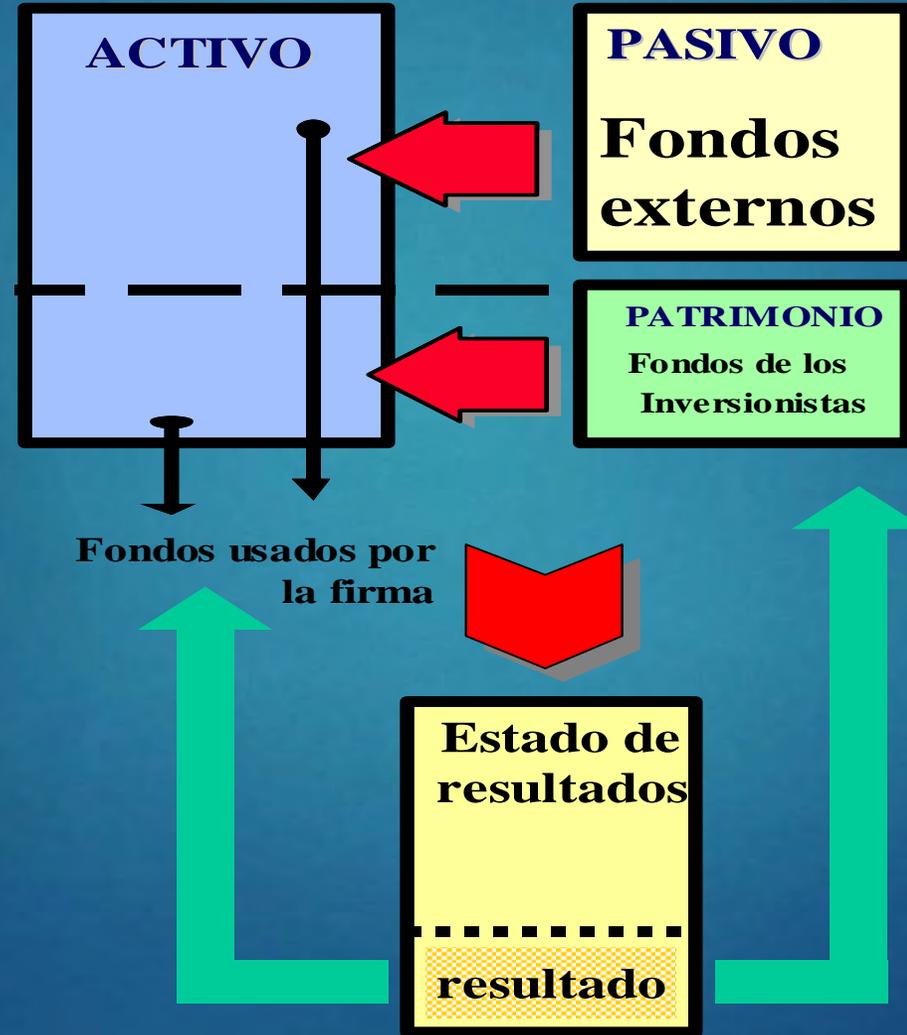
Supuestos teóricos implícitos en los métodos de valoración contable a partir del balance general.

- los activos tienen una capacidad lineal de generación de recursos, puesto que se supone que el capital que está invertido en una firma es usado para adquirir o financiar una serie de activos que soportan una operación que a su vez entrega unos resultados que si son positivos van a aumentar los activos o si son negativos van a disminuirlos.
- La operación de la empresa apalanca el proceso de expansión de los activos.

# A partir del balance general

**Figura 2**

## Supuestos de los métodos de valoración contable



# A partir del balance general

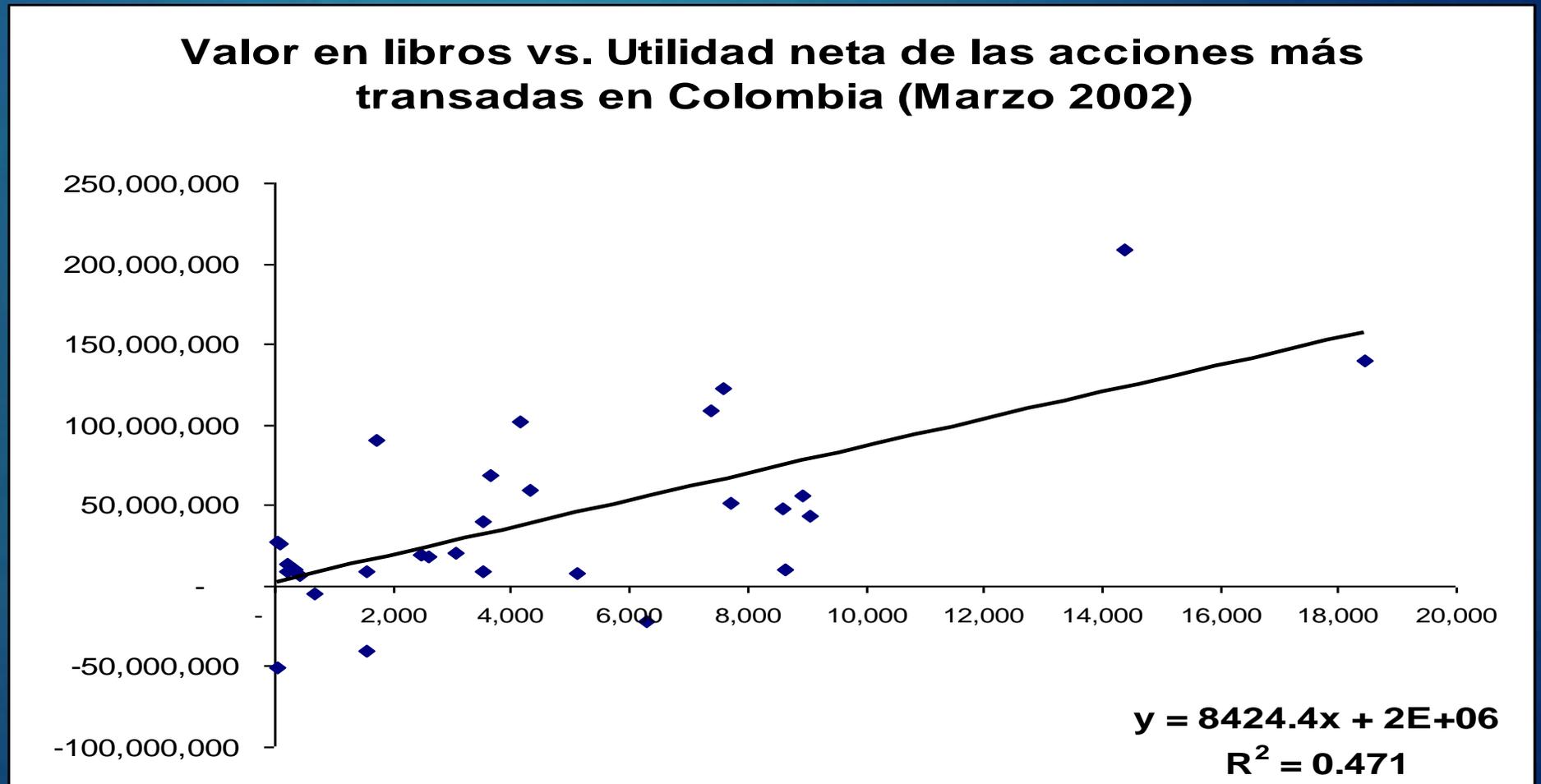
¿Se cumple el supuesto?

<b>Acciones con mayor valor en libros Marzo 02</b>
PVISA
Bavaria
Noel
Nacional de Chocolates
Carulla
Cartón Colombia
Éxito
Cementos Argos
Cementos Caribe
Corfivalle
Colinvers
Promigas
Bco. de Bogotá
Cementos del Valle
Bco. de Occidente
Corfinsura

<b>Acciones con mayor utilidad neta Ene-Mar 02</b>
Bavaria
PVISA
Cementos Argos
Cementos Caribe
Bco. de Bogotá
BColombia
Cementos del Valle
Promigas
Nacional de Chocolates
Éxito
Cartón Colombia
Noel
Bco. de Occidente
Fabricato
Bco. Superior
Cem. Paz del Rio

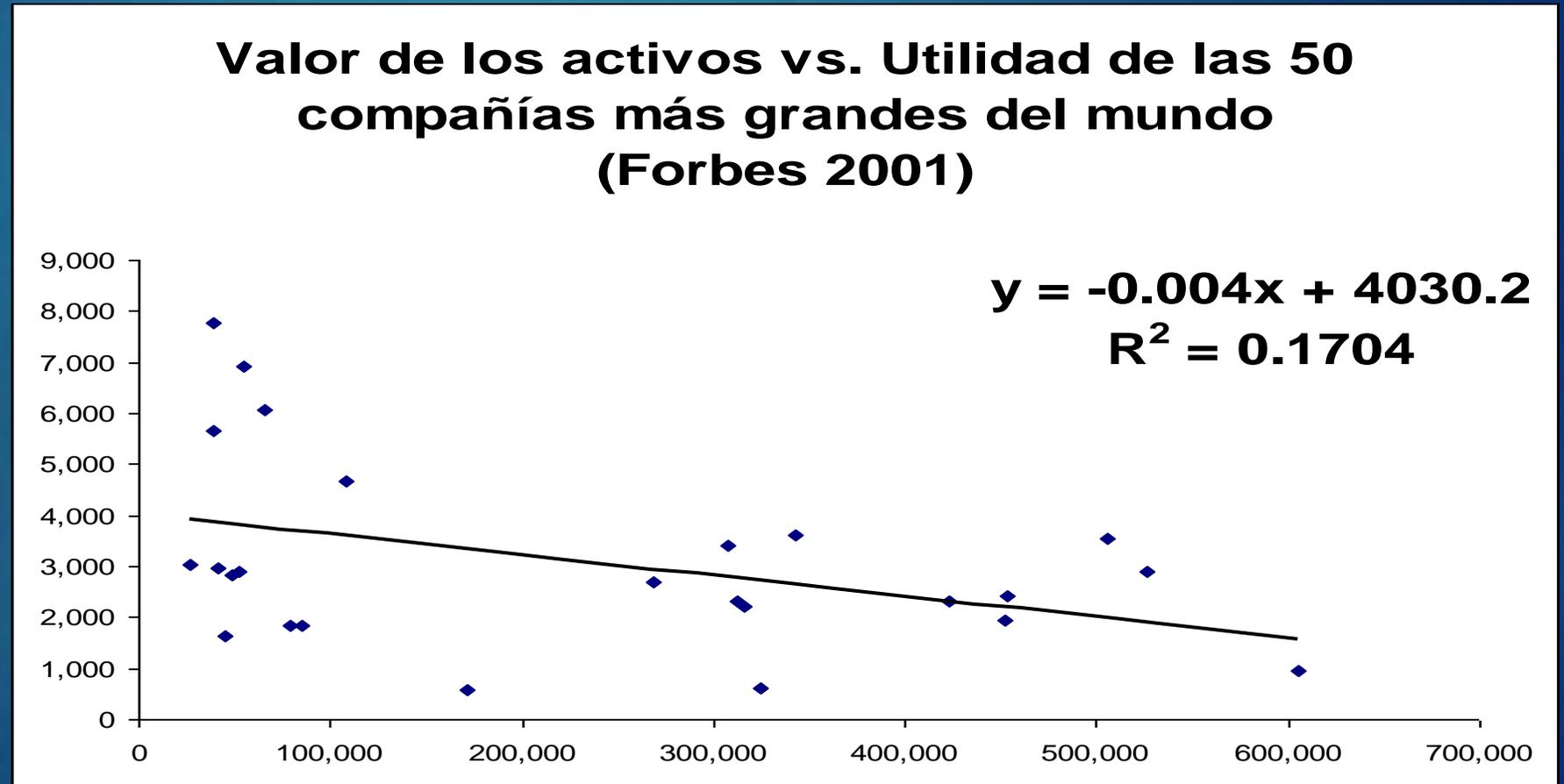
# A partir del balance general

¿Se cumple el supuesto?



# A partir del balance general

¿Se cumple el supuesto?



# Múltiplos

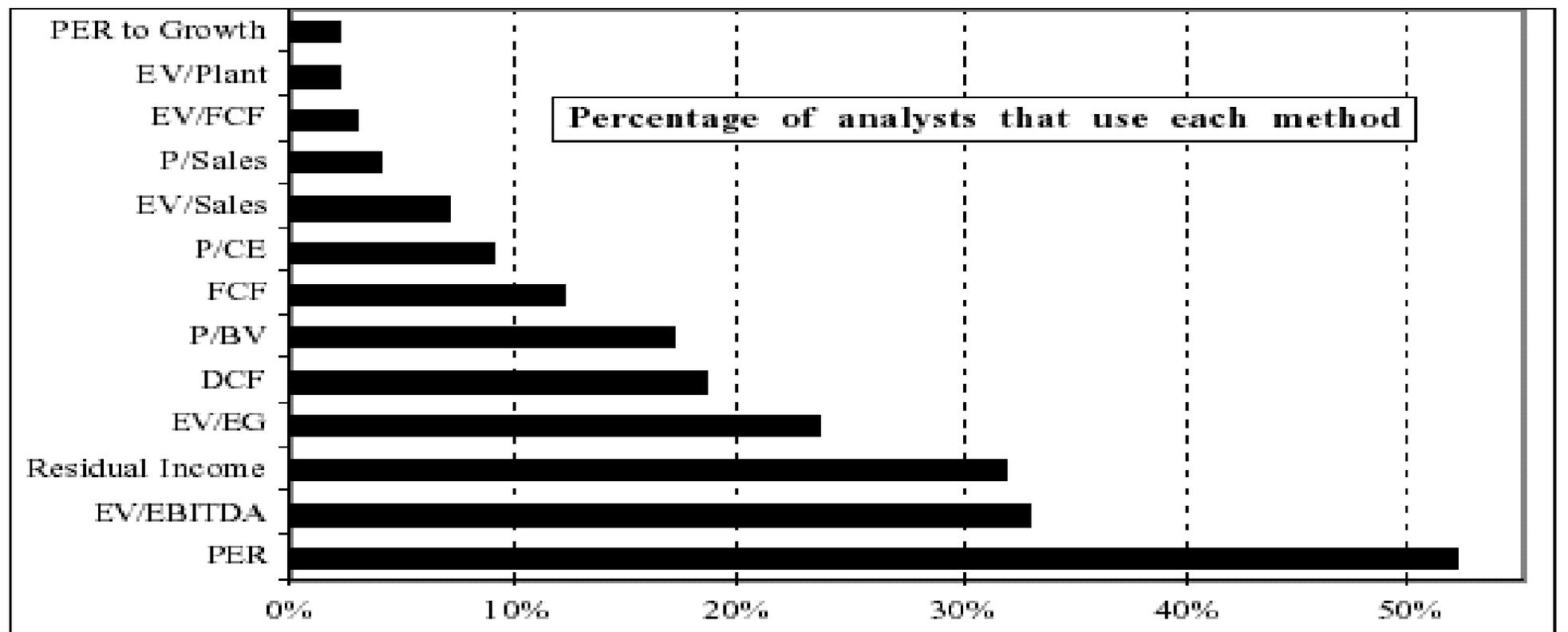
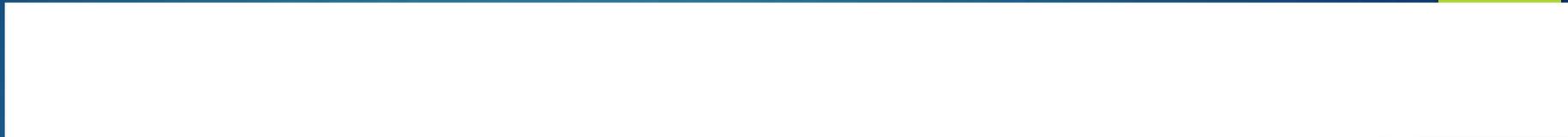
## ¿Qué son?

Consisten en comparar los resultados de valoraciones de empresas del mismo sector o un sector similar, para calcular el valor de la empresa que se está evaluando.

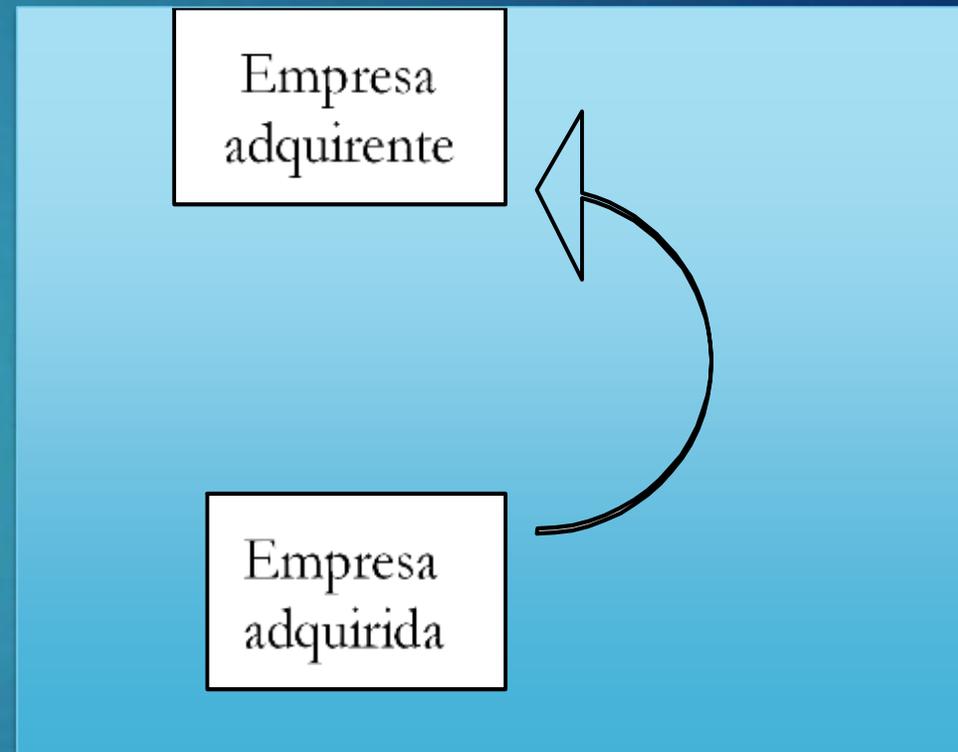
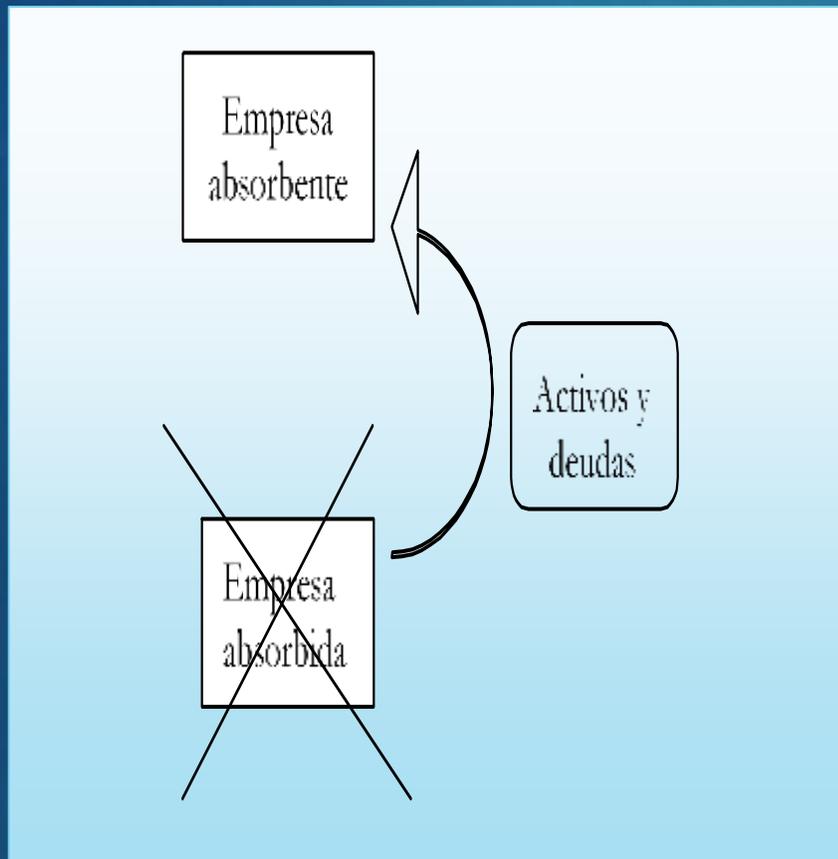
## Procedimiento

- Definir el múltiplo dependiendo de la información disponible, las características del sector y el tipo de compañía dentro del sector.
- DEFINIR EL MULTIPLIO → Limitaciones, supuestos.
- Aplicar el múltiplo

# Múltiplos



## OPERACIONES DE ABSORCIÓN



Distinción entre las operaciones de absorción y adquisición

# DESCISIONES DE EMPRESAS

# CONCEPTO Y CLASES DE ESCISIONES

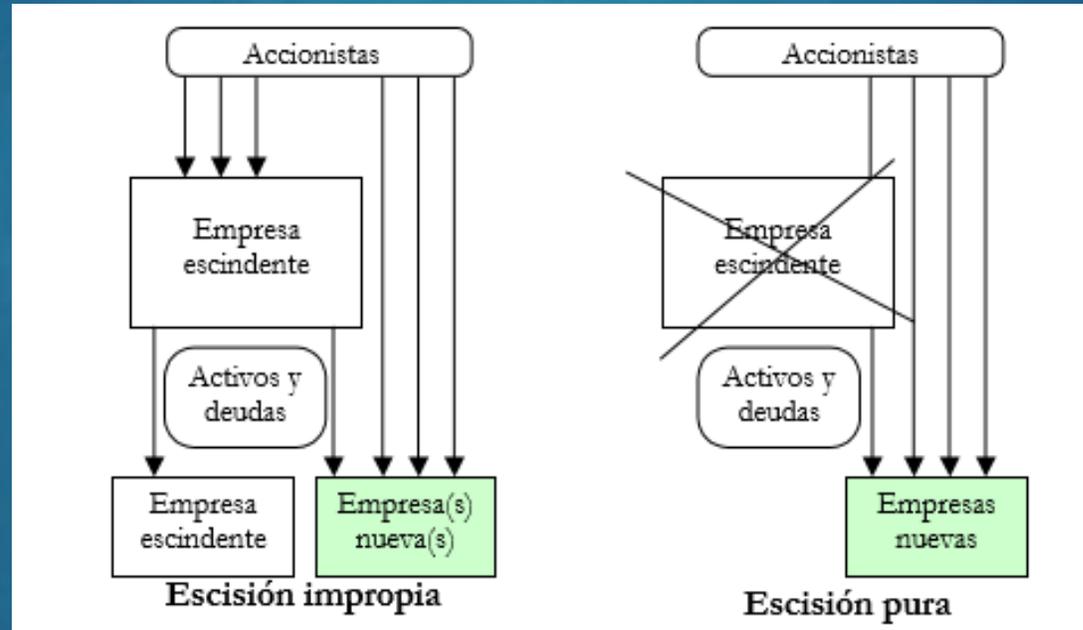


Figura 9. Distintos tipos de escisiones

# RAZONES PARA LA ESCISIÓN

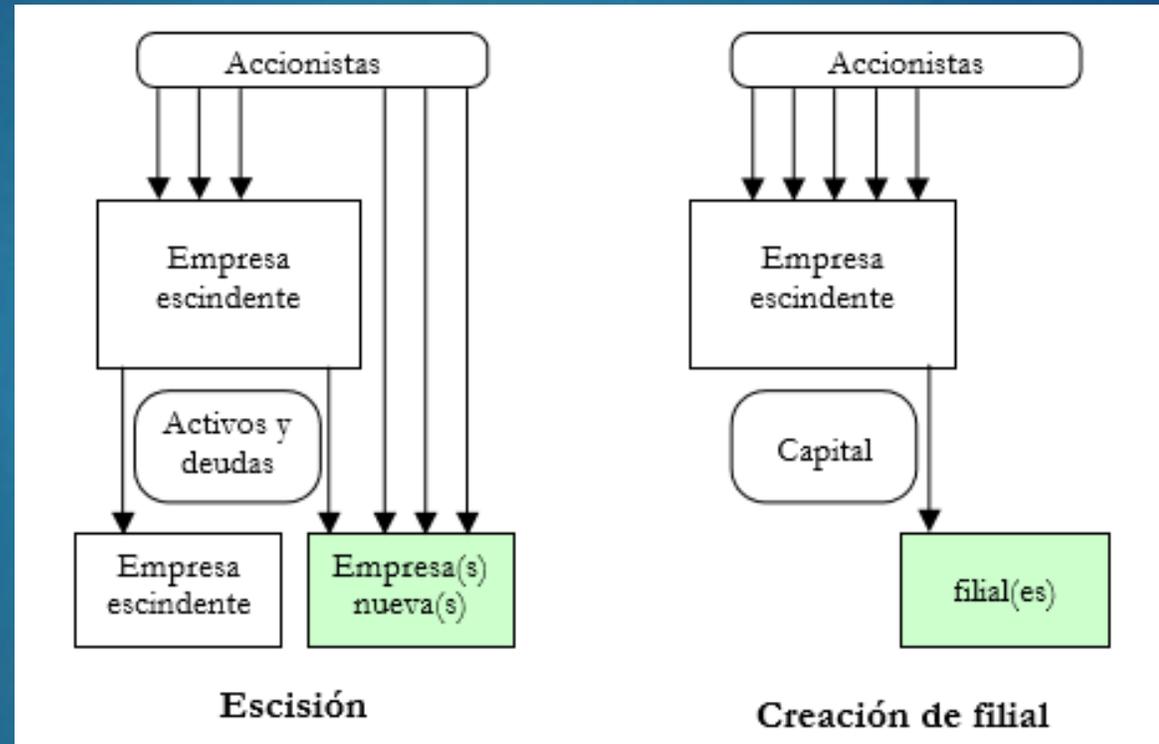


Figura 10. Distinción entre las operaciones de escisión y creación de filial

# PROBLEMAS DE VALORACIÓN

# CONCEPTUACIÓN

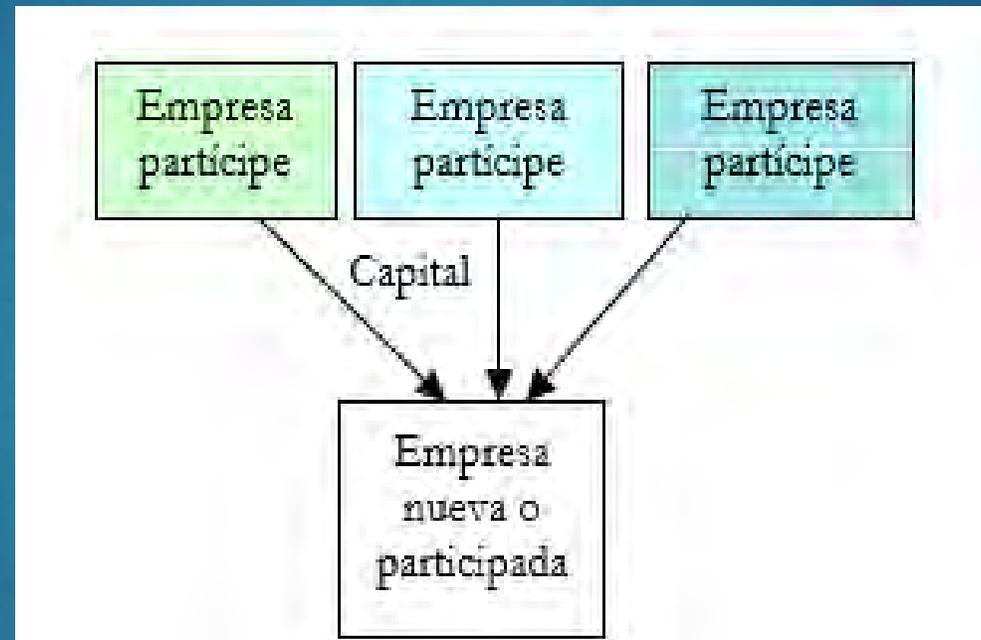


Figura 11. Sociedad conjunta



**2. RAZONES PARA SU  
CONSTITUCIÓN**



**3. VALORACIÓN DE LA  
INVERSIÓN EN EMPRESA  
CONJUNTA**

# LA VALORACIÓN DE EMPRESAS Y EL INTERÉS PÚBLICO

## ▶ LA VALORACIÓN DE EMPRESAS Y EL INTERÉS PÚBLICO

Capítulo Décimo-cuarto

Capítulo Décimo-quinto

Capítulo Décimo-sexto

Capítulo Décimo-séptimo

Capítulo Décimo-octavo

# LA VALORACIÓN DE ACTIVOS Y EMPRESAS REVERTIBLES

- ▶ 1. REFLEXIONES ACERCA DEL INTERÉS PÚBLICO Y LOS FINES DEL ESTADO
- ▶ 2. SIGNIFICADO DEL CONCEPTO DE REVERSIÓN
- ▶ 3. VALORACIÓN DE ACTIVOS REVERTIBLES
- ▶ 4. VALORACIÓN DE EMPRESAS CON ACTIVOS REVERTIBLES
- ▶ 5. VALORACIÓN DE EMPRESAS REVERTIBLES

# PRIVATIZACIONES

- ▶ 1. NOCIONES PREVIAS
- ▶ 2. PROCESOS DE PRIVATIZACIÓN. LA OFERTA PÚBLICA DE VENTA
- ▶ 3. EL PRECIO DE VENTA Y EL INTERÉS PÚBLICO
- ▶ 4. LA DENOMINADA 'ACCIÓN DE ORO'
- ▶ 5. MERCADOS FINANCIEROS Y PRIVATIZACIONES.

# NACIONALIZACIONES

- ▶ 1. IMPORTANCIA HISTÓRICA
- ▶ 2. NACIONALIZACIÓN, EXPROPIACIÓN E INTERVENCIÓN
- ▶ 3. EL PROBLEMA DEL JUSTO PRECIO
- ▶ 4. LOS MERCADOS FINANCIEROS Y LA NACIONALIZACIÓN

# VALORACIÓN DE LAS PYME Y LOS NUEVOS MERCADOS

- ▶ 1. IMPORTANCIA DE LAS PYME EN LA ECONOMÍA DE LA EMPRESA
- ▶ 2. PARTICULARIDADES DE LA VALORACIÓN DE PYME
- ▶ 3. LAS PYME Y LOS NUEVOS MERCADOS DE VALORES

# LA VALORACIÓN DE PYME Y EL CAPITAL RIESGO

- ▶ 1. RAZÓN DE SER DEL CAPITAL RIESGO
- ▶ 2. CLASIFICACIÓN DE LOS OPERADORES DEL SECTOR
- ▶ 3. EL FOMENTO DE LA ACTIVIDAD INVERSORA Y LA SALIDA A BOLSA

# VALORACIÓN DE EMPRESAS EN DIFICULTADES

- ▶ 1. INTRODUCCIÓN
- ▶ 2. VALOR Y PRECIO DE UNA EMPRESA CON PÉRDIDAS.
- ▶ 3. LAS OPORTUNIDADES DE REESTRUCTURACIÓN.