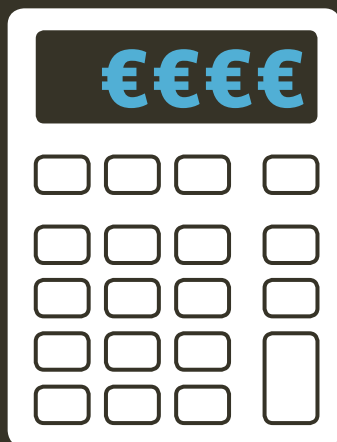


Valoración de empresas

Una introducción práctica

Francisco López



Libros de Cabecera

Valoración de empresas

Francisco López

¿Cuánto vale una empresa? Ya sea porque alguien quiere comprar nuestra empresa o porque necesitamos conocer el valor de otra, esta es una pregunta que, si no tiene una respuesta fácil y clara, puede generar desconfianza tanto en el momento de comprar como en el de vender.

Valoración de empresas es un libro dirigido a empresarios y a todo aquel que se quiere aproximar al valor de una empresa desde una perspectiva práctica. En él encontrará el lector los conceptos básicos imprescindibles y una fórmula sencilla para obtener una valoración rápida de una empresa, con algunos datos que son fáciles de entender y de obtener por cualquiera.

En los últimos capítulos se incluyen unos «ejercicios de valoración» para mostrar cómo se aplican en la práctica los conceptos explicados en el libro. Además, pueden servir también como un modo simple de analizar el valor de una acción, para aquellos que quieren invertir en Bolsa y que a menudo se encuentran sin un método sencillo de llegar al valor justo, o al menos de juzgar si la valoración que le da el mercado a una determinada empresa es correcta, es excesiva o está por debajo de lo que parece razonable.

Libros de Cabecera
www.librosdecabecera.com

IBIC: KFF
ISBN: 978-84-941406-6-2



Valoración de empresas

Una introducción práctica

Francisco López

Libros de Cabecera

www.librosdecabecera.com

Barcelona - Madrid - San Francisco

1ª edición: marzo 2014

© 2014 Francisco López Martínez

© 2014 Libros de Cabecera S.L.
Rambla de Catalunya, 53, 7º G
08007 Barcelona (España)
www.librosdecabecera.com

Reservados todos los derechos. Queda rigurosamente prohibida, sin la autorización escrita de los titulares del copyright, bajo las sanciones establecidas en las leyes, la reproducción parcial o total de esta obra por cualquier medio o procedimiento, incluidos la reprografía y el tratamiento informático, así como la distribución de ejemplares mediante alquiler o préstamo públicos.

Cualquier forma de reproducción, distribución, comunicación pública o transformación de esta obra solo puede ser realizada con la autorización de sus titulares, salvo excepción prevista por la ley. Diríjase a CEDRO (Centro Español de Derechos Reprográficos, www.cedro.org) si necesita fotocopiar o escanear algún fragmento de esta obra.

Diseño de la colección: Erola Boix
Diseño de la cubierta: Barreras&Creixell
Editor: Llorenç Rubió
Maquetación: Barreras&Creixell

ISBN papel: 978-84-941406-6-2
ISBN ebook: 978-84-940047-7-3
IBIC: KFF

Depósito legal: B. 6497-2014
Impreso por DC PLUS, Serveis editorials, scp
Impreso en España - *Printed in Spain*

Índice

Prólogo	7
Introducción	11
Parte I: La fórmula básica de valoración y sus principales elementos	
1. La fórmula básica del valor	21
2. El beneficio neto esperado (B)	43
3. La tasa de rentabilidad requerida (R)	67
Parte II: Otras formas de llegar al valor	
4. El valor y el PER	81
5. El valor y las ventas	91
6. Valor en funcionamiento o valor en liquidación	95
7. Beneficios y dividendos	109
8. Tasa de descuento y tasa de riesgo	119
9. Una fórmula de cálculo distinta (Gordon-Shapiro)	131
10. Otros métodos de valoración	137
Parte III: Elementos colaterales que influyen en el valor	
11. Influencia del endeudamiento en el valor	153
12. El valor de la estrategia	173
13. El valor del sector	187
14. El valor de las marcas y los activos intangibles	205
15. El valor de la recurrencia	213
16. El valor de la diversificación (y de la integración vertical)	217
17. Diferencia entre valor real y valor contable	225
18. Elementos psicológicos que influyen en el valor	229

Parte IV: El paso de la teoría a la práctica	
19. Del valor al precio	237
20. Compras industriales, compras financieras y fusiones	243
21. Recomendaciones previas a la compra	251
22. Recomendaciones posteriores a la compra	259
23. El proceso de compra	263
24. El informe de valoración	267
25. Ejercicios de valoración de empresas	271
26. Recapitulación y conclusión final	279
Glosario de siglas	285

Prólogo

Este no es un libro para eruditos. Tampoco pretende ser un manual sobre valoración de empresas, de los que hay escritos muchos y muy buenos. Este es un libro para empresarios. Gente a la que en algún momento se le ha venido encima la siguiente pregunta: ¿cuánto vale una empresa? Ya sea cuánto vale mi empresa porque alguien quiere comprármela, o cuánto vale aquella empresa que me gustaría comprar, o con la que me querría fusionar.

Hace tiempo que pensé que no existía un libro donde se expusieran de forma sencilla y clara los principios básicos a tener en cuenta para apreciar el valor de una empresa, o al menos yo no lo conocía, y por eso me decidí a escribir este libro.

Existen, eso sí, multitud de libros sobre valoración de empresas, pero la mayoría, si no todos, están escritos desde la perspectiva del experto, del erudito o del profesor. Con un sinfín de siglas y de conceptos extraños y sofisticados, y una profusión de complejas fórmulas matemáticas. El resultado es que los empresarios no acuden a ellos cuando quieren aprender cuánto vale una empresa. No los entienden, o no tienen tiempo para entenderlos. Como consecuencia, deben fiarse de los «expertos». Pero en realidad, a pesar de todo, no se fián, y siempre acaban, de un modo u otro, construyendo en su mente su propio valor. En muchos casos de forma incorrecta. Y el resultado es que hay muchos malentendidos en el negocio de la compraventa de empresas. Y, por consiguiente, en mi opinión, muchas horas de trabajo y de reuniones perdidas, y muchas oportunidades desaprovechadas de realizar una buena compra, venta o fusión, cuando posiblemente podrían haberse llevado a cabo si ambos empresarios, comprador y vendedor, hubiesen tenido unas nociones básicas de la dinámica ordenada y la naturaleza intrín-

seca del proceso de compraventa o fusión, del porqué del valor de una empresa, y de cómo se llega a un precio justo.

En mi opinión, la causa más frecuente del fracaso de una compra o una fusión de empresas es la desconfianza. El miedo a ser engañado por la otra parte. Afecta tanto al que compra como al que vende. Y se evitaría si, como digo, ambos empresarios entendiesen mejor los fundamentos básicos de lo que vale una empresa, y se centrasen en ellos a la hora de discutir el precio de la operación.

¿Es utópico lo que digo? Quizás, pero el lector no pierde nada leyendo el libro y tratando de comprobar si mejora o no su conocimiento general de cómo se llega al valor y al precio de una empresa. Y luego, a ponerlo en práctica, y a ver si lleva a buen fin una operación de compraventa, ya sea comprando, vendiendo o fusionándose, y confirmar si la sensación que le queda es positiva o no. Quizás incluso piense que ha comprado o vendido mejor de lo que lo hubiera hecho de no haber leído este libro. En cualquier caso, al autor ya le bastará si la sensación final que tiene el lector es que ha entendido mejor los pasos a dar y se siente más confortable con el resultado final, e incluso si cree que no se ha percibido a sí mismo como un analfabeto financiero cuando oía hablar a los expertos, sean consultores o banqueros de inversiones, que asesoraban a las partes en la transacción.

También confío en que sea útil a cualquiera que esté interesado en entender mejor el concepto de valor, por ejemplo para aplicarlo en la modalidad más sencilla, o al menos más popular, que es la compra de empresas que supone la inversión directa en la Bolsa.

La estrategia de inversión en valor (*value investing* en inglés) se ha puesto de moda entre los inversores en Bolsa en los últimos años, viendo el éxito cosechado por inversores famosos, como

el mítico financiero norteamericano Warren Buffett. En el núcleo de la idea de inversión en valor está la realización de una estimación inicial del valor justo (*fair value*) de una empresa cotizada, y su comparación con el precio que se paga por ella en el mercado de valores. El concepto es fácil de entender: si en estos momentos se paga en la Bolsa menos de lo que creemos que vale una empresa, merece la pena entrar en dicho título, es decir, comprar acciones del mismo. Si no es así, no merece la pena comprarlas. Salvando las distancias, es lo mismo que debemos aplicar en la compra de cualquier empresa, sea grande o pequeña.

En los últimos capítulos del libro he incluido unos «ejercicios de valoración». Se trata de que el lector vea cómo se aplican en la práctica los conceptos explicados en el libro, y cómo la sencilla fórmula de valoración que en él se propone es perfectamente utilizable para entender el valor de cualquier empresa conocida. Además, quizás sirva también, como un modo simple de analizar el valor de una acción, para aquellos que quieren invertir en Bolsa utilizando los citados conceptos del *value investing*, y que a menudo se encuentran sin un método sencillo de llegar al valor justo, o al menos de juzgar si la valoración que le da el mercado a una determinada empresa es correcta, es excesiva o está por debajo de lo que parece razonable.

Para facilitar la lectura, he tratado de sintetizar al inicio del libro, en los cuatro primeros capítulos, el mensaje sustancial que quiero transmitirle al lector en esta obra. Si usted es un empresario ocupado, creo que le bastará con leer esos pocos capítulos. Los capítulos restantes son una ampliación de los conceptos básicos contenidos en esos cuatro capítulos iniciales, incluyendo algunos conceptos añadidos para una mejor comprensión de la globalidad del proceso de compraventa de una empresa.

He tratado de escribirlos todos en un lenguaje claro y exento de tecnicismos, con el mínimo de siglas y fórmulas, y las que he

incluido he procurado que facilitasen la comprensión del mensaje central y que fueran sencillas, así como explicarlas lo mejor que he podido para que fueran fáciles de entender. No obstante, pido disculpas anticipadas a aquellos que crean que aún así sobran tecnicismos, del mismo modo que seguro que habrá quienes crean que las referencias técnicas son insuficientes, y a los que también pido disculpas. Les puedo asegurar que no es una tarea fácil tratar de contentar a todos en el tratamiento de este tipo de temas.

Por si el lector se pierde entre las siglas, he incluido un glosario de siglas al final del libro.

A todos los lectores les agradezco la amabilidad de leer el libro, y les ofrezco con total sinceridad mi dirección de correo electrónico (pacolopez@pacolopez.biz) y mi página web (www.pacolopez.biz, que incluye mi blog de temas empresariales y económicos), tanto para contactar conmigo como para acceder a las sucesivas ampliaciones del libro que espero poder ir publicando. Y les aseguro que estaré encantado de recibir comentarios de cualquier tipo, a los que procuraré contestar en la medida que proceda y que me sea posible.

En definitiva, espero que el lector, como todo buen empresario, tenga la sensación de que el dinero y el tiempo invertidos en este libro han valido la pena. En cualquier caso, el autor ha intentado ponerse en su lugar al escribirlo, y se hace responsable de lo bueno o lo malo que contenga.

Que lo disfrute.

Introducción

Podemos decir que una empresa vale, como cualquier otro elemento susceptible de ser comprado o vendido, el precio que alguien esté dispuesto a pagar por ella. Esta afirmación, que es totalmente obvia, recoge, sin embargo, una verdad absoluta sobre el valor de una empresa: que éste es totalmente subjetivo. Es decir, al contrario que pasa con otros elementos en la vida (en especial en la vida de los empresarios), no existe un valor objetivo, definitivo y absoluto, de una empresa, una cifra que nadie pudiera discutir, de la que se pudiera afirmar sin lugar a dudas: «esta empresa vale esto, y basta».

La «teoría de la relatividad» del valor

Una empresa no es algo que pueda medirse («100 metros») o pesarse («10 toneladas») con absoluta certeza del resultado, del valor que tiene en términos matemáticos, sino que su valor es, como he dicho, relativo. Una empresa puede tener activos perfectamente medibles, sin que su mención dé lugar a dudas, como un almacén de 1.000 metros cuadrados, por ejemplo, pero aun así, la conversión en dinero de esos activos ya empezará a ser relativa.

Si la empresa está en marcha (como es normal), aparecerá un activo especialmente difícil de valorar: su **fondo de comercio**, un concepto vago que representa el valor de los futuros beneficios que la empresa se supone que puede deparar a sus propietarios, algo sobre lo que es especialmente difícil ponerse de acuerdo, y que no es nada fácil de cuantificar. El fondo de comercio de una empresa, entendido globalmente, podríamos decir que es la diferencia entre su valor real y su valor contable:

Fondo de Comercio = Valor Real – Valor Contable

Una empresa, por tanto, puede tener muchos valores distintos, dependiendo de quien la valora, y de la perspectiva con que lo hace. Es decir, no es lo mismo valorar para comprar que valorar para vender, ni es lo mismo valorar para liquidar que valorar para mantener la empresa viva a largo plazo, ni para mantenerla independiente que para integrarla en un grupo empresarial mayor, por ejemplo.

En conclusión: el valor de una empresa es relativo, depende de quien la valora y de para qué la valora. Incluso también depende del momento en que se la valora.

**«Teoría de la relatividad» del valor de una empresa:
Existen tantos valores de una empresa como personas distintas
la estén valorando o momentos distintos en que se la valore**

El valor depende de las expectativas de beneficio

¿Por qué el valor es relativo? Porque, por decirlo de una forma simple, el valor de una empresa en funcionamiento depende principalmente de las expectativas que el que la valora tenga de los beneficios futuros que la empresa va a dar.

Y cuando hablamos de expectativas, como concepto esencialmente subjetivo que es, podríamos decir que no hay dos expectativas iguales, porque cada persona tiene las suyas, y más cuando se trata de imaginar cómo va a evolucionar en el futuro un panorama de variables tan complejo como el que rodea a una empresa: el mercado en el que vende y compra, sus precios, sus costes, sus competidores, su personal, los avances tecnológicos que le afectan, la legislación, los gustos de los clientes, etc.

Por tanto, es importante entender que, a la hora de ponerse de acuerdo, cuando discutan de precio el comprador y el vendedor de una empresa, en realidad van a estar discutiendo básicamente de expectativas. Lo sepan o no lo sepan; es decir, sean conscientes de ello o no, aunque parezca que están discutiendo de cifras de presente, o de pasado, en realidad están discutiendo de cifras de futuro, de expectativas de futuro. Toda empresa no vale hoy por lo que llegó a valer en el pasado, sino por lo que valdrá en un futuro. Entender esa idea es ya un gran avance.

Es cierto que detrás del cálculo del valor de una empresa puede haber un sinnúmero de fórmulas de matemáticas financieras, que determinen el valor actual de los flujos de fondos futuros a una determinada tasa de descuento, teniendo en cuenta el coste del dinero sin riesgo más una tasa de riesgo, y que ponerse de acuerdo sobre esa tasa de descuento no es tarea fácil; pero lo que realmente cuenta es ponerse primero de acuerdo sobre la magnitud de los flujos futuros de beneficios que comprador y vendedor creen que se pueden obtener de esa empresa. La transacción no se llevará a cabo hasta que ambos vean las mismas cifras, o, mejor dicho, cuando el comprador vea o crea ver, aunque no lo diga, flujos de beneficios mayores de los que está considerando el vendedor. Es entonces cuando se produce la compraventa. De hecho, aunque parezca sorprendente, en el fondo, si fuera cierto que ambos vieran exactamente los mismos beneficios futuros, lo más probable es que la venta no se produjese, porque el vendedor le pediría al comprador exactamente lo que éste estuviera pensando que valía la empresa, y entonces el comprador no ganaría nada comprándola, por lo que, en buena lógica, no la compraría.

Como en cualquier proceso de compra de un bien o servicio, es cuando el comprador tiene la sensación de estar comprando algo a un precio por debajo del valor que lo que está comprando tiene para él, cuando se produce la compraventa. Y viceversa.

sa para el caso del vendedor; éste vende cuando piensa que lo que está vendiendo vale menos que lo que le van a pagar.

La complejidad del proceso de valoración y de compraventa de una empresa

Lo dicho en el párrafo anterior es la parte sustancial del proceso de venta de una empresa, en la que se debe llegar a un acuerdo sobre el precio, pero se trata de un proceso complejo, que tiene muchas matizaciones.

Como anticipo a lo que ampliaremos en sucesivos capítulos de este libro, podemos comentar, a vuelapluma, dos conceptos a los que se suele hacer referencia en todo proceso de valoración:

- ▶ el valor en caso de liquidación de la empresa, y
- ▶ el impacto en el valor de los activos ociosos, es decir, de los activos inactivos o innecesarios para el negocio, que pueda tener la empresa.

El valor en liquidación

¿Cuánto vale una empresa que no va seguir en el negocio? Cuando una empresa va a liquidarse, es decir, cuando ya se ha decidido su liquidación, o el posible comprador pretende comprarla para liquidarla, su valor no son sus expectativas, porque no tiene ningún futuro que valorar, sino que su valor es lo que se puede conseguir vendiendo de forma independiente sus activos, y liquidando (pagando) sus pasivos (sus deudas). El resultado final, neto, de todo ello, es su valor en liquidación. Estamos aquí hablando de vender sus inmuebles, sus marcas, sus inventarios de productos; de cobrar las deudas de los clientes, y de pagar a sus proveedores y devolver sus créditos bancarios. Lo que quede es su valor; no hay duda, y fin de la historia.

¿Y si comprador y vendedor no están de acuerdo en la liquidación? A menudo ocurre que las valoraciones del comprador y el

vendedor no encajan, precisamente porque el comprador piensa en liquidar, si no total, al menos parcialmente la empresa (por ejemplo, cerrar una línea de producto a la que no ve futuro), y el vendedor no piensa así (por ejemplo, cree que la línea de producto puede seguir siendo rentable y no hay por qué cerrarla), y en consecuencia valora con unas expectativas diferentes. En esos casos es muy difícil que se pongan de acuerdo en el precio. Esa situación explica algunos de los frecuentes fracasos en operaciones de compraventa de empresas.

Una empresa vale en función de sus expectativas de futuro, pero ¿además hay que añadirle el valor en liquidación?

La respuesta es NO. Si estamos valorando una empresa en base a suponer que va a estar funcionando durante años y años, es decir, supuestamente a perpetuidad, sin un límite temporal definido, porque no tenemos ningún indicio de que vaya a ocurrir algo que haga que la empresa deje de operar, entonces el valor de la empresa en liquidación deja de tener importancia. No tiene valor en sí mismo porque nunca vamos a liquidar la empresa; o asumimos que si ocurriera, sería tan lejos en el tiempo que su impacto en el valor que hoy tenga la empresa es insignificante.

Por tanto, al valor en función de sus expectativas de beneficio futuro no hay que añadir el valor en liquidación de la empresa. Salvo que tenga activos ociosos que no sean necesarios para el negocio, como vamos a ver a continuación.

El valor de los activos ociosos

En cuanto a los activos ociosos, es decir, los activos no necesarios estrictamente para el negocio, debe remarcar que cuando una empresa los tiene, éstos deben considerarse en un capítulo aparte, y, o el vendedor se los queda para sí mismo y no los vende con la empresa, o, si se venden con la empresa, deben valorarse aparte, y añadirse lógicamente al precio.

Es lo que pasa, por ejemplo, con los inmuebles en propiedad que tenga la empresa y que no utilice ni necesite para su negocio. Al valor de la empresa en función de los beneficios futuros del negocio habrá que sumarle el valor de mercado que tengan los inmuebles u otros activos ociosos.

Este es un tema que desarrollaremos más ampliamente más adelante.

Se produce la venta si el comprador ve un valor futuro mayor que el precio que paga

Ya lo hemos dicho, nadie compra nada si no ve un beneficio en ello. También hemos anticipado que, al valorar las expectativas de beneficios futuros de una empresa, alguien que lo haga desde la perspectiva del comprador suele tener, como ya hemos dicho, una perspectiva distinta que la de un vendedor. Y que, aunque parezca algo extraño, la clave para que se llegue a un acuerdo de precio debe sustentarse en que el comprador vea en la empresa más posibilidades de futuro que el propio vendedor, que es su propietario actual.

El vendedor trata de poner en el valor actual de su empresa (en el precio) todo el futuro que le ve a la misma, como es lógico. Pero sólo se produce la compraventa cuando no lo hace exactamente así, es decir, cuando sacrifica una parte de ese futuro, y rebaja su precio, forzado por la necesidad, o cuando el comprador ve un futuro mejor que el vendedor, y ello justifica para él pagar el precio que se le pide, porque ve un valor superior al precio.

Me parece importante insistir en que si ambos viesan el mismo futuro, y con el mismo grado de incertidumbre en cuanto a que se produjera como lo estaban previendo, técnicamente deberían coincidir ambos en el precio, pero probablemente la compraventa no llegase a realizarse, porque el comprador no la viese

como un buen negocio. La clave es que el comprador crea que compra a buen precio, y que el vendedor, a su vez, crea también que vende a un buen precio, como ocurre en cualquier compraventa.

Las razones del comprador

Algunos compradores suelen ver un futuro para la empresa que compran en el que creen ser capaces de obtener mayores beneficios de los que se imagina el vendedor. Esa es la clave para que la compraventa se produzca.

Pero, ¿por qué el comprador ve un futuro más optimista que el vendedor? Porque, de un modo u otro, el valor de una empresa responde al valor de su estrategia, al valor de su modelo de negocio, e incluso al valor de sus sistemas de gestión, y el comprador puede creer que puede dotar a la empresa de una estrategia mejor que la que actualmente tiene, que puede diseñar e implantar un modelo de negocio más eficiente, o unos mejores sistemas de gestión, y que, por tanto, generará más beneficios distribuibles con menos recursos invertidos, o al menos una de las dos cosas. Generar más beneficios disponibles como dividendos, o necesitar menos capital manteniendo el nivel de beneficios, son ambas situaciones que mejoran el valor de una empresa.

A lo largo del libro comentaremos con más detalle estos puntos.

Las razones del vendedor

El vendedor suele facilitar la compraventa cuando cede en el precio, aceptando una cifra por debajo del valor que cree que tiene la empresa de acuerdo a su percepción de futuro.

A veces lo hace forzado por la necesidad. Las dos causas más habituales de esa situación son la necesidad de capital para financiar el negocio, en especial en fases iniciales de lanzamien-

to de la empresa, o en fases críticas de crecimiento, por un lado; y las necesidades de tipo personal o familiar, que impiden al empresario la continuidad en el negocio, por el otro.

También ocurre cuando el vendedor quiere compartir el riesgo del negocio con un socio externo.

¿Cómo calcular y expresar el valor de una empresa de una forma sencilla?

Como ya se ha comentado en el prólogo, este libro pretende ayudar al lector a calcular y expresar el valor de una empresa de forma sencilla. Proporcionar una fórmula básica y unos conceptos explicativos de las componentes del proceso de compra-venta de una empresa, que simplifiquen la labor de ponerle precio a una empresa a cada una de las dos partes, y les facilite la negociación en términos simples y comprensibles para cualquier empresario.

El primer capítulo ya entra directamente en ello.

El autor



Francisco (Paco) López es licenciado en Ciencias Empresariales y MBA por ESADE, y licenciado en Derecho por la Universidad de Barcelona. Ejerce como consultor y abogado. Es experto en organización, estrategia y en asesorar en procesos complejos de transformación empresarial, en especial en empresas familiares. Como consultor ha trabajado para multitud de empresas de casi todos los sectores, tanto en España como en el extranjero.

Hasta 2003 fue socio de Arthur Andersen, la extinta firma de auditoría y consultoría. En 1989 se incorporó a Andersen al absorber ésta la firma de consultoría y sistemas que Paco había fundado en 1982 (CMC). Actualmente, aparte del ejercicio como profesional independiente, es consejero de diversas sociedades en las que participa como accionista.

**Hasta aquí la versión gratuita
de este libro.**

**Si quieres seguir leyendo,
puedes comprar el libro entero en:
www.librosdecabecera.com**

Gracias

Libros de Cabecera

Libros de empresa y economía

Libros de Cabecera es un proyecto editorial que pretende hacer llegar a empresarios, directivos y profesionales de la gestión de empresas, contenidos prácticos e innovadores, que les sean de utilidad en el desarrollo de su negocio y de sus tareas profesionales.