

III CONGRÉS ACCID

VALORACIÓN MICROEMPRESAS

Dra. Montserrat Casanovas, Catedrática Economía Financera U.B.

Sr. Santiago Alcover, professor UIC

Valoración de las MicroPymes

El objetivo del presente trabajo es analizar las diferentes técnicas de valoración de empresa, aplicadas a una tipología de empresa concreta las micropymes. Dichas empresas se enfrentan habitualmente a una problemática de sucesión y/o continuidad que plantea en la mayoría de los casos la necesidad de vender el negocio como salida a dicha problemática. Es por ello que la finalidad de compraventa que planteamos, por las características concretas de esta tipología de empresas, hace necesario una revisión de los métodos de valoración. Lo que pretendemos es ajustar dichos métodos a las características comunes en las micropymes tales como la falta de contabilidad analítica, sobresueldos, gastos extra funcionales innecesarios para el desarrollo de la actividad, así como su afectación al cálculo de la rentabilidad del activo, y la rentabilidad obtenida por los fondos propios de las mismas. Del mismo modo vamos a tratar en el presente trabajo de la dificultad que encontramos en la determinación de la tasa de actualización, en el caso de la utilización de métodos dinámicos, en el ejercicio de valoración. Todo ello se va a tener en cuenta para concluir con una recomendación respecto a una metodología apropiada para la valoración de las micropymes.

Palabras clave: micropymes, métodos de valoración, tasa de actualización.

Autores:

Montserrat Casanovas Ramon
Catedrática de Economía Financiera
Profesora de la Universidad de Barcelona

Santi Alcover Pericot
Profesor de la Universidad Internacional de Catalunya

1.- INTRODUCCIÓN

El tejido empresarial español, se caracteriza por la presencia mayoritaria de pequeñas y medianas empresas, llegando a representar más del 99% de las empresas en España.

En el conjunto de países de la OCDE, el número de empresas que se consideran pequeñas o medianas supera el 95% del total, medida la dimensión como un determinado número de empleados.

En la mayor parte de los países, estas empresas asumen más del 60% del empleo (OCDE, 2000). En la Unión Europea, las empresas de menos de 250 empleados son unas 19.000.000 y representan el 99'8% del total de empresas (OCDE). Según esa misma clasificación, las PYME europeas generan el 66% de los empleos y facturan el 65% del volumen de ventas agregado. Además, aportan al Producto Interior Bruto el 75% del valor añadido.

De acuerdo con la definición comunitaria, las PYME representan, en España, el 99'8% de la población empresarial y son "...responsables del 79'8% de la ocupación,... el 62% de las ventas y... el 60% del valor de las exportaciones" (Ministerio de Economía, 2001).

Según la clasificación utilizada por el Instituto Nacional de Estadística las dos variables para la clasificación del tamaño de las empresas son, el número de trabajadores y la facturación anual. En el primer caso considera que las empresas con menos de 10 trabajadores son microempresas, de 10 a 50 trabajadores pequeñas empresas y de 50 a 250 mediana empresa. Así mismo en función de la facturación considera microempresas aquellas con una facturación inferior a los 3 millones de €, y pequeñas a las que tienen un volumen de negocio anual de entre 3 y 7 millones de €.

Es en estas dos clasificaciones, las micro y las medianas empresas, en las que queremos fijar la atención de nuestra ponencia, y más concretamente, en cómo poder llegar a realizar un buen ejercicio de valoración que se ajuste a las características de las mismas.

Hoy en día los métodos de valoración de empresas más aceptados, y más utilizados, en operaciones de compra venta, son el de descuento de flujos de caja y los métodos basados en los múltiplos. Dichos métodos como explicaremos más adelante, requieren del cálculo de variables clave para su utilización, tales como, EBITDA, flujo de caja libre, valor residual, tasa de actualización, horizonte temporal etc...

Para su correcta aplicación es necesario disponer de una información económico financiera de la empresa que refleje la actividad productiva de la misma, y por otro lado poder determinar una correlación entre el comportamiento de la empresa y el del mercado para establecer con ello un comportamiento a futuro que nos permita determinar cual es una correcta tasa de actualización y tener unos múltiplos de referencia.

Entre las realidades que nos podemos encontrar en las microempresas y las pequeñas empresas están las siguientes: una contabilidad poco adecuada a la gestión, sueldos por encima de los de mercado y gastos no relacionados directamente con la actividad de la empresa. Así mismo en muchos casos su comportamiento no se encuentra vinculado al del mercado, su actividad se enmarca en subsectores de la economía que hacen difícil, establecer un vínculo entre su rentabilidad y la del mercado y la separación entre propiedad y gestión es prácticamente inexistente.

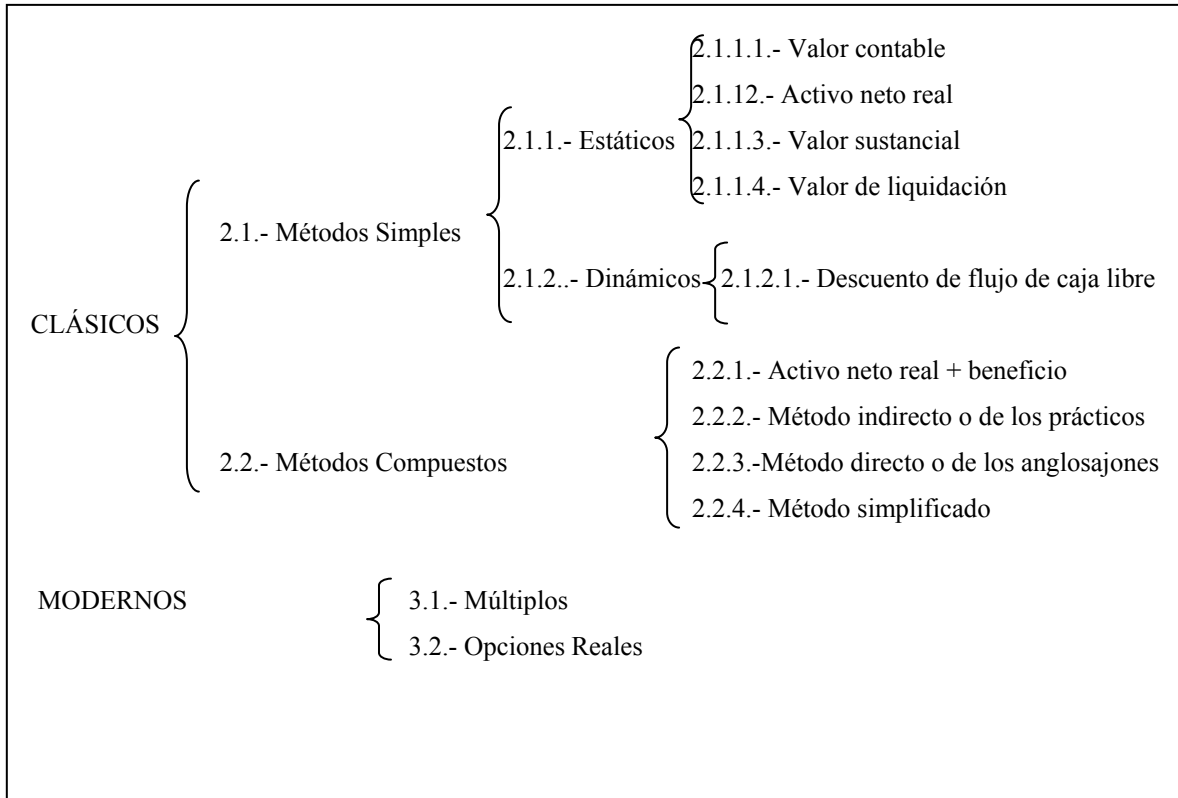
Es por ello que nos planteamos en la presente ponencia el análisis de los métodos de valoración de empresas más utilizados para las microempresas, las cuales representan más del 99% de las empresas que operan en España.

2.- MÉTODOS DE VALORACIÓN

Nuestro objetivo en este apartado es presentar los principales métodos de valoración de empresas.

En la práctica dichos métodos se clasifican en función de si consideran el presente o el futuro del negocio, o ambos a la vez, para ello en una primera aproximación podríamos clasificarlos en simples o compuestos, entendiendo estos últimos como una combinación de dos o más métodos simples.

De forma esquemática podríamos resumir los diferentes métodos de valoración a partir del siguiente cuadro:



MÉTODOS CLÁSICOS

2.1.- Simples

2.1.1.- Estáticos: Valoran el presente de la empresa. Definen el valor como la suma de todos los elementos patrimoniales, previamente valorados. Contemplan únicamente la situación pasada y presente de la empresa sin tener en cuenta consideraciones futuras de la misma. Sus ventajas radican en una mayor objetividad, es necesario conocer el valor de los elementos patrimoniales para estimar el valor económico de la empresa, aunque por el contrario no contempla en su estudio los bienes intangibles ni tiene en cuenta la capacidad de generación de resultados futuros.

A continuación revisaremos brevemente los métodos denominados “simples estáticos” más utilizados:

2.1.1.1.- Método de valor contable:

También llamado valor en libros o patrimonio neto de la empresa. Corresponde al valor de los recursos propios que aparecen en el balance (capital y reservas). Es decir, el excedente del total de bienes y derechos de la empresa sobre el total de sus deudas con terceros.

Es una imagen estática de la empresa, de resultados de aplicar los principios de contabilidad generalmente aceptados entendidos por el nuevo plan general de contabilidad. Desde un punto de vista de valoración, la aplicación de los principios contables puede llegar a distorsionar en cierto modo la información, por lo que la aplicación de este método consistiría en ir viendo partida a partida del balance su valoración.

2.1.1.2.- Método del activo neto real.

También llamado valor patrimonial ajustado y revalorizado. La idea es la misma que el método del valor contable, determinar un valor patrimonial en un instante concreto del tiempo, obteniéndose por diferencia entre el valor real de sus activos y el valor actual de liquidación de las deudas.

Este método sería necesario ajustar cada una de las partidas del balance y sustituir los valores contables por valores reales, o lo más cercanos posibles a la realidad.

La determinación del activo real a partir del activo contable comprende las siguientes operaciones:

1. Recuento de lo existente.
2. Clasificación por naturaleza de los bienes.
3. Valoración de los mismos.

Los elementos que integran el activo total de una empresa podemos clasificarlos como sigue:

1. Los valores susceptibles de incluirse en el balance, que se componen de elementos distintos y, y por tanto, evaluables separadamente son:
2. Valores susceptibles de ser incluidos en balance durante un periodo de tiempo limitado a efectos de periodificación, que pueden ser evaluados aisladamente. (ejemplo: los gastos amortizables).
3. Valores no susceptibles de ser incluidos en el balance y que no se prestan a evaluaciones específicas (fondo de comercio)

Una vez clasificados, se procede a la valoración, pudiéndose distinguir los valores siguientes:

- Valor de adquisición
- Valor en libros o valor neto contable
- Valor del coste de producción
- Valor del coste de reproducción
- Valor corriente de reproducción
- Valor de reposición
- Valor de liquidación
- Valor de oferta
- Valor regularizado

2.1.1.3.- Método del valor sustancial.

Es el valor real del conjunto de los bienes empleados en la explotación o producción, cualquiera que sea su financiación.

La principal diferencia con el valor contable es que en este método no se están considerando los bienes no utilizados en la explotación ni se tiene en cuenta la estructura financiera de la empresa.

Se podría decir que la razón principal de no incluir en el valor sustancial los bienes extrafuncionales es que se les considera carentes de valor, puesto que son considerados bienes que no aportan utilidad a la empresa.

Puesto que tampoco se tiene en cuenta la fuente de financiación de esos activos, se podría considerar el valor sustancial como el conjunto de capitales utilizados en la explotación, que diferirá del valor de la empresa para los accionistas en la medida en que parte de esos capitales sean ajenos.

La importancia del valor sustancial como método de valoración es que resulta fácilmente comprensible. Es idóneo para empresas no operativas, si bien requiere de un gran esfuerzo para llegar a determinar el valor de los bienes individuales de la empresa. Sin embargo, desde el punto de vista de la valoración de un negocio en marcha, la gran desventaja de este método es que se limita a dar valor a bienes tangibles.

Por todo ello difícilmente será considerado como correcto el valor obtenido a partir de este método, sino que únicamente nos serviría como punto de partida para la aplicación de otros métodos y para analizar la rentabilidad económica de la empresa en comparación con los beneficios obtenidos.

2.1.1.4.- Método del valor de liquidación.

El valor de liquidación es aquél que resultaría de liquidar inmediatamente una empresa por partes. Este valor se calcula deduciendo del patrimonio neto ajustado los gastos de liquidación del negocio (indemnizaciones al personal, gastos fiscales y otros propios de de la liquidación)

En todos aquellos casos que habláramos de presunción de no continuidad de la empresa, y por tanto, la derogación del principio de empresa en funcionamiento, tendríamos que hablar de valorar la empresa mediante el método del valor de liquidación.

VL = valor de mercado de los activos – valor de los pasivos – pasivos contingentes

Factores a considerar en una valoración por el método del valor de liquidación:

1. Tasa impositiva: hay que ajustar la diferencia entre el valor de mercado del activo y el de la contabilidad (plusvalía) por el impacto de la tasa fiscal.
2. Tiempo para liquidar: no puede tener el mismo valor una liquidación forzada, que obliga a vender a la primera oferta, que una liquidación ordenada con el tiempo suficiente para encontrar el mejor postor para cada activo.
3. Valor de reposición: para el caso de activos que no tengan valor de mercado ostensible, se puede utilizar el valor de reposición, si bien no siempre es fácil calcular dicho valor para ciertos activos.

2.1.2.- Dinámicos: Se basan en los posibles rendimientos futuros de la empresa. El valor de la empresa se buscará a partir de la actualización de los rendimientos futuros que se espera que obtenga la misma. Dichos flujos de fondos han de ser descontados a una tasa de actualización en función del riesgo asumido.

Para la obtención de los flujos futuros, los métodos dinámicos se basan en la determinación de hipótesis detalladas de todas las partidas financieras relacionadas con la generación de dicho flujos. Posteriormente se estiman los cash flows previstos el número de ejercicios necesarios para la obtención de un flujo de caja normalizado y la tasa de descuento a utilizar.

Por consiguiente las variables claves de los métodos dinámicos son:

1. Flujo de fondos
2. Tasa de actualización
3. Horizonte temporal de la valoración
4. Valor residual

2.1.2.1.- Descuento de Flujos de Caja:

Existen diferentes conceptos de flujo de caja, sin embargo el más utilizado es el Flujo de Caja Libre (FCL). Para su cálculo nos basamos en el EBITDA, el cual se obtiene de la diferencia entre ingresos y gastos de explotación.

Con el fin de estimar adecuadamente dicha magnitud, será preciso realizar previamente, un análisis histórico de la empresa y el sector, así como la predicción de supuestos y escenarios futuros.

La determinación del flujo de FCL se realizará siguiendo el esquema que se indica a continuación:

- Ventas
- Coste de la venta
- = Margen bruto
- Gastos operativos
- Amortización
- = B° antes de intereses e impuestos
- Impuestos
- = B° antes de intereses después de impuestos
- + Amortizaciones
- = Flujo de caja operativo
- Variación de las necesidades de capital trabajo
- Inversiones en activo fijo
- = Flujo de caja libre

Una vez estimados los FCL, se procederá a la estimación del valor residual bajo la hipótesis de un crecimiento constante del último FCL estimado en forma de renta perpetua, y para el cálculo de la tasa de actualización utilizaremos el coste medio ponderado del capital (Weight Average Costo of Capital; WACC).

$$WACC = K_e * FP / (FP+D) + K_d * D / (FP+D) * (1-t)$$

Siendo K_e el coste de capital de los Fondos Propios (FP), K_d el tipo de interés de la deuda (D) y siendo t el tipo impositivo.

Obtenidos los FCL, el valor residual y la tasa de actualización se procede a la aplicación de la fórmula del valor actual neto para la obtención del valor actual de la empresa.

$$V.A.N. = CF1 / (1+WACC)^1 + CF2 / (1+WACC)^2 + \dots + (CFn + Vrn) / (1+WACC)^n$$

2.2.- Compuestos: Son aquellos métodos que se caracterizan por combinar presente y futuro. Por un lado tiene en cuenta una valoración estática de los activos de la empresa y, por otro, tratan de cuantificar el valor que generará la empresa en el futuro. Lo que pretenden es añadir a una valoración estática la necesidad de contemplar un fondo de comercio como mayor valor de la empresa. Pretende por tanto representar como mayor valor estático de la empresa el valor de los elementos inmateriales de la misma, que muchas veces no figura reflejado en el balance.

2.2.1.- Método del Activo Neto Real + nBeneficios

Este método parte, como su propio nombre indica, del concepto del activo neto real, al que se le pretende incorporar los activos inmateriales, sumándole un número determinado de veces el beneficio obtenido. Así el valor de la empresa se determina a partir de la siguiente expresión:

$$VE = \text{Activo neto real} + n \text{ beneficios} = \text{Activo neto real} + \text{beneficios netos anuales} / (1/n)$$

Para empresas industriales generalmente dicho número toma un valor comprendido entre 1,5 y 3 veces el beneficio.

2.2.2.- Método indirecto o “de los prácticos”

Calcula el valor de la empresa como la media aritmética del valor sustancial y el valor de rendimiento.

$$VE = VR + VS / 2$$

Si el valor de la empresa es igual al valor sustancial más el fondo de comercio, que determinamos a partir de la letra G, entonces:

$$VE = VS + G \rightarrow G = VE - VS$$

Quedando estimado el fondo de comercio en la mitad de la diferencia entre el valor de rendimiento y el valor sustancial.

$$G = (VR - VS) / 2$$

Este método se basa en los siguientes supuestos:

- Sólo la mitad la mitad de la plusvalía del valor de rendimiento sobre el valor sustancial es atribuida al fondo de comercio
- Considera que el valor del fondo de comercio es más aleatorio y menos duradero que el valor sustancial

Por tanto, este método trata de repartir el fondo de comercio entre comprador y vendedor, para que ambos tengan un aliciente en la transacción.

2.2.3.- Método directo o de los anglosajones

Trata de evaluar directamente el fondo de comercio para añadirlo al valor sustancial y con ello obtener el valor de la empresa.

$$VE = VS + G$$

En primer lugar a partir del valor sustancial, se calcula el rendimiento que daría, en condiciones normales, un capital equivalente a una tasa de mercado. La diferencia entre este interés y la rentabilidad futura esperada es un superbeneficio que se puede considerar como la renta del fondo de comercio.

$$VE = VS + (B - VS*i) / r$$

2.2.4.- Método simplificado o método de la Unión de Expertos Contables

Este método trata de corregir el inconveniente que presenta el anterior método, el directo, que supone que con las condiciones actuales se pueda obtener un superbeneficio de forma indefinida, basándose para ello en la capitalización del superbeneficio durante un número finito de años. Si expresión matemática es la siguiente:

$$VE = VS + an (B - i*VS)$$

Siendo $VS = \text{Valor sustancial netp}$

$a_n = \text{Valora actual, a un tipo } t, \text{ de } n \text{ anualidades uniatrias, siendo } n \text{ entre } 5 \text{ y } 8 \text{ años.}$

METODOS MODERNOS

3.1.- Método de los múltiplos:

Métodos de los múltiplos se basan en la comparación de dos ratios, el calculado para la empresa en cuestión y el de referencia que puede ser el de otra empresa cotizada en un mercado bursátil del mismo sector, o en un promedio del sector u otros.

En el caso de una empresa no cotizada dichos ratios de referencia deberán ser ajustados de forma precisa, antes de proceder a la comparación. Dichos ajustes se harán en función de las diferencias de tamaño, estructura financiera, mercados a los que puede dirigirse etc...

Existe una gran variedad de múltiplos, algunos de ellos específicos para determinados sectores como pueden ser el de los TMT's, hotelero etc... Entre los más frecuentemente utilizados están: $V.\text{Emp.} / V_{tas}$, $V.\text{Emp.}/\text{EBITDA}$, $\text{PER}...$

3.2.- Método de las opciones reales:

Se trata de la aplicación de la teoría de opciones a la valoración de empresas con el fin de introducir la flexibilidad necesaria en la toma de decisiones empresariales.

En este sentido el valor de las acciones de una compañía equivale al valor de la opción de compra sobre sus activos con un precio de ejercicio equivalente al valor de la deuda.

Los métodos clásicos, asumen que la empresa se gestiona de forma pasiva, es decir no valoran la capacidad de los gestores de actuar sobre la evolución de la empresa en caso de obtener los resultados esperados en una primera fase, mientras que la metodología de las opciones reales considera la posibilidad real que los gestores intervengan en el devenir futuro de la compañía.

Por consiguiente dicha metodología valora como un activo la capacidad de disponer de alternativas (opciones) en la toma de decisiones con el fin de mejorar el resultado final. Disponer de alternativas, por tanto, es valioso. Sin embargo resulta crucial la valoración de dichas alternativas.

Además dicho método considera la posibilidad de que la inversión se realice de manera secuencial. Los desembolsos parciales realizados a lo largo del horizonte temporal previsto deben representar una aportación menor que el desembolso inicial.

3.- DEFINICIÓN, IMPORTANCIA Y PROBLEMÁTICA DE LA ESTIMACIÓN DE VARIABLES.

3.1.- Definición e Importancia

De acuerdo con la Recomendación de la Comisión (96/280/CE), de 3 de abril de 1996, sobre la definición de pequeñas y medianas empresas [Diario Oficial L 107 de 30.4.2006], se considera empresa toda entidad, independientemente de su forma jurídica, que ejerza una actividad económica. En particular, se consideraran empresas las entidades que ejerzan una actividad artesanal u otras actividades a título individual o familiar, las sociedades de personas y las asociaciones que ejerzan un actividad económica de forma regular.

Asimismo en su artículo 2, señala que: la categoría de pequeñas y medianas empresas (PYMES) está constituida por las empresas que ocupan a menos de 250 personas y cuyo volumen de negocio anual no excede los 50 millones de euros i cuyo balance anual no excede de 43 millones de euros.

Cuando sea preciso diferenciar las empresas pequeñas de las medianas, se entenderá por pequeña empresa la que ocupa a menos de 50 personas y cuyo volumen de negocio anual o balance anual no excede los 10 millones de euros.

Cuando sea necesario diferenciar las microempresas de las pequeñas empresas, se entenderá por microempresa la que ocupa a menos de 10 personas y cuyo volumen de

negocio anual o balance general anual no excede de 2 millones de euros, tal como puede apreciarse en al tabla xx.

	nº trabajadores	volumen negocio	balance anual
Medianas	50-250	hasta 50 M€	hasta 43 M€
Pequeñas	10-50	hasta 10 M€	hasta 10 M€
Micro	1-10	hasta 2 M€	hasta 2 M€

La importancia de las mismas en función del número de empresas existentes según tamaño:

	2008	2007	2006	2005	2008	2007	2006	2005
Total	3.422.239	3.336.657	3.174.393	3.064.129	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Sin asalariados	1.754.374	1.706.140	1.616.883	1.574.166	51,3%	51,1%	50,9%	51,4%
De 1 a 2 asalariados	958.711	932.526	881.748	850.367	28,0%	27,9%	27,8%	27,8%
De 3 a 5 asalariados	345.848	340.638	328.820	310.787	10,1%	10,2%	10,4%	10,1%
De 6 a 9 asalariados	160.460	158.159	154.635	145.443	4,7%	4,7%	4,9%	4,7%
De 10 a 19 asalariados	110.369	108.866	105.470	100.211	3,2%	3,3%	3,3%	3,3%
De 20 a 49 asalariados	61.709	60.738	58.725	56.260	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%
De 50 a 99 asalariados	16.242	15.737	15.087	14.394	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
De 100 a 199 asalariados	8.061	7.780	7.367	7.003	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
De 200 a 499 asalariados	4.511	4.218	3.908	3.817	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
De 500 a 999 asalariados	1.117	1.072	999	967	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
De 1000 a 4999 asalariados	725	684	658	630	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
De 5000 o más asalariados	112	99	93	84	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
De 0 a 9 asalariados	3.219.393	3.137.463	2.982.086	2.880.763	94,1%	94,0%	93,9%	94,0%
De 10 a 49 asalariados	172.078	169.604	164.195	156.471	5,0%	5,1%	5,2%	5,1%
De 50 a 200 asalariados	24.303	23.517	22.454	21.397	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%
De 200 a 500	4.511	4.218	3.908	3.817	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Resto	1.954	1.855	1.750	1.681	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%

En cuanto a macro magnitudes el peso de las PYMES en la economía española, datos del Ministerio de Economía (2001), y partiendo de la definición comunitaria las pymes son responsables del 79,8% de la ocupación, el 62% de las ventas y el 60% de las exportaciones, aunque solo un 20%, según datos de la central del Banco de España, de la inversión total real.

3.2.- Problemática de la estimación de variables.

Las características de las empresas analizadas, las microempresas, presentan dificultades para la correcta estimación de las variables de referencia utilizadas por los métodos más comunes.

Dicha estimación comporta hacer hipótesis sobre escenarios de continuidad futura. En el caso que el motivo de la valoración sea una compra-venta, en función de que la valoración sea encargada por comprador o vendedor, estas hipótesis ya de por sí cuestionables, serán puestas en tela de juicio.

Podemos determinar dichas dificultades a la hora de calcular:

- 1.- Flujos de caja libre
- 2.- Valor residual
- 3.- Tasa de actualización

En el primero de los casos la dificultad radica en los ajustes necesarios a realizar en la cuenta de resultados, base para la estimación del flujo de caja, derivados de unos criterios de gestión basados en la idea de tributación mínima, así como la de distribución indirecta de beneficios que a su vez contribuye al primero de los objetivos.

De ello se deriva la necesidad de ajustar los estados financieros de dichas empresas para que realmente queden reflejados en ellos aquellos ingresos y gastos que realmente están afectos a la actividad de la empresa, así como aquellos elemento del activo del balance que conjuntamente con su fuente de financiación correspondiente tienen su origen en un extrafuncional.

La problemática en sí aparece no tanto por el hecho de la necesidad de realizar esos ajustes, sino por la dificultad de obtener dicha información, ya que al tratarse de empresas con una reducida, y en muchos casos insuficiente, estructura administrativa que les permita llevar un registro sistemático de los hechos acontecidos, más allá de la pura contabilidad mercantil, entendida esta como un requerimiento legal para su posterior tributación, traduciéndose ello, en la mayoría de los casos, en una falta de dicha información para poder llevar a cabo dichos ajustes.

La segunda problemática, nos la encontramos en la determinación del valor residual, no tanto por la dificultad de hallar una correlación entre estas microempresas y los sectores o subsectores en los que operan, para con ello poder determinar un comportamiento a futuro en el largo plazo, que también, sino por el hecho de que la mayoría de estas microempresas y con ellas su continuidad futuras, están ligadas al accionista, fundador,

propietario, emprendedor y alma mater de la misma y por tanto a su sucesión, y es precisamente en este punto en el que encontramos la dificultad para poder valorar ese valor residual.

Por último, ya apuntado anteriormente, nos encontramos con la imposibilidad de determinar una correlación entre el comportamiento de la empresa y del sector en el que opera. Ello nos dificulta un cálculo fiable del coste de capital, por la imposibilidad de calcular la β .

4.- PROPUESTA

En virtud de las dificultades mencionadas anteriormente en la aplicación de los métodos más comúnmente utilizados en la valoración de empresas, descuento de flujos de caja y múltiplos, a una tipología de empresas muy concreta, las microempresas, pero que a su vez representan más del 95% de las empresas en España, vemos la necesidad de plantear un método de valoración alternativo que no deje fuera a este número tan importante de empresas.

Por consiguiente nuestra propuesta de basa en un método mixto que lleve a cabo una valoración estática a partir de un valor real de los activos existentes y al mismo tiempo realice una valoración de aquellos activos intangibles no susceptible de ser incluidos en el balance, habitualmente denominados Fondo de Comercio, considerando los pasivos existentes en el momento de la valoración. Es decir, el valor de la empresa sería:

$$V.E. = A.N.Real + Valor Activos Intangibles$$

En general el activo intangible más usual en este tipo de empresas son:

- 1.- Cartera de Clientes
- 2.- Capital Intelectual

En ambos se evalúan aspectos tales como, la diversificación de la cartera de clientes, la ubicación geográfica de los clientes con vistas a adquirir una cuota de mercado en un

ámbito geográfico específico, el grado de recurrencia en las ventas y el grado de solvencia de los clientes.

Asimismo se tiene en cuenta el perfil y cualificación del directivo o directivos, grado de conocimiento del mercado doméstico y del negocio.

La interacción de los activos intangibles con los activos del balance es que da valor a la empresa. Para esa valoración conjunta de la cartera de clientes y del capital intelectual y del modelo de negocio lo hacemos en base a las ventas. La buena o mala gestión de la compañía influirá en un mayor o menor volumen de ventas.

$$V.EMP = A.N.Real + \text{multiplo Ventas}$$

Se ha elegido la variable de “ventas” en lugar del beneficio ya que el cálculo de este último exige un cuidadoso ajuste de la cifra indicada en los estados financieros de la compañía, mientras que las ventas tienen un carácter objetivo, dada su fácil comprobación.

Para establecer un marco de referencia en cuanto a los posibles valores que puede tomar el multiplicador, se puede hacer en base a dos características, una en relación a la empresa, empleo más o menos intensivo del capital, y la otra en relación al mercado, grado de competencia. Para con ello poder establecer una matriz resumen de posibles escenarios. De tal manera que:

		GRADO DE COMPETENCIA	
		+	-
I N C T A P E S I T V A O L	+		
	-		

5.- BIBLIOGRAFIA

Autors (p.o. de signatura): Casanovas, M.

Títol: La valoración de acciones: proposición de una metodología

Revista: 005476 - Técnica Contable

Volum: XXXIV **Número:** 412 **Pàgines, inicial:** --- **final:** --- **Any:** 1983 **Lloc de publicació:** (ESPANYA)

Autors (p.o. de signatura): Casanovas, M.

Títol: La auditoría de la empresa y la valoración de la empresa

Revista: 000181 - Alta Dirección

Volum: XXI **Número:** 119 **Pàgines, inicial:** 11 **final:** 16 **Any:** 1985 **Lloc de publicació:** Barcelona (ESPANYA)

Autors (p.o. de signatura): Casanovas, M.

Autors (p.o. de signatura): Bueno, M.; Casanovas, M.; Gonzalo, J. A.; Rojo, M.

Títol: Principios de valoración de empresas: propuesta de una metodología

Llibre: Ed. A.E.C.A. Madrid

Editorial: Ed. A.E.C.A.

Volum: --- **Número:** MAR **Pàgines, inicial:** --- **final:** 110 **Any:** 1981 **Lloc de publicació:** (ESPANYA)

Autors (p.o. de signatura): Casanovas, M.

Títol: Valoración de acciones

Llibre: Ed. A.E.C.A. Madrid

Editorial: A:E:C:A

Volum: 8 **Número:** FEB **Pàgines, inicial:** 1 **final:** 80 **Any:** 1983 **Lloc de publicació:** (ESPANYA)

Autors (p.o. de signatura): Bueno, E.; Casanovas, M.; Gonzalo, J. A.; Rojo, M.

Títol: Métodos prácticos de valoración de empresas

Llibre: Ed. A.E.C.A. Madrid

Editorial: AECA

Volum: 3 **Número:** JUL **Pàgines, inicial:** --- **final:** 100 **Any:** 1983 **Lloc de publicació:** (ESPANYA)

Autors (p.o. de signatura): Casanovas, M. et al.

Títol: Valoración de empresas no lucrativas

Llibre: Ed. Instituto de Planificación Contable Obra colectiva I Congreso A.E.C.A

Editorial: AECA

Volum: --- **Número:** --- **Pàgines, inicial:** --- **final:** --- **Any:** 1983 **Lloc de publicació:** Madrid (ESPANYA)

Autors (p.o. de signatura): Casanovas, M. et al.

Títol: Aplicación del Valor Final Neto a la valoración de empresas

Llibre: Ed. A.E.C.A Obra colectiva IV Congreso A.E.C.A

Editorial: AECA

Volum: --- **Número:** --- **Pàgines, inicial:** --- **final:** --- **Any:** 1987 **Lloc de publicació:** Madrid (ESPANYA)

Autors (p.o. de signatura): Casanovas, M.

Títol: *The final net fuzzy value as an indicator of the strategic value of a company*

Llibre: Ed. AMSE PRESS

Editorial: AMSE PRESS

Volum: --- **Número:** --- **Pàgines, inicial:** --- **final:** --- **Any:** 1994 **Lloc de publicació:** (FRANÇA)

Autors (p.o. de signatura): Casanovas, M.; Santandreu, P.

Títol: *Metodologías para la valoración de empresas hoteleras*

Llibre: *Building Bridges in a Global Economy* - Eds. J. Pintado, G. Payne

Editorial: ESIC EDITORIAL

Volum: --- **Número:** --- **Pàgines, inicial:** 88 **final:** 88 **Any:** 2008 **Lloc de publicació:** Madrid (ESPANYA)

Autors (p.o. de signatura): Casanovas, M. (Ed.)

Títol: *Valoración de empresas: Bases conceptuales y aplicaciones prácticas*

Editorial: Profit Editorial

Volum: --- **Número:** --- **Pàgines, inicial:** 1 **final:** 225 **Any:** 2009 **Lloc de publicació:** (ESPANYA)

Autors (p.o. de signatura): Casanovas, M.; Santandreu, P.

Títol: *Metodologías para la valoración de empresas hoteleras*

Llibre: *Valoración de empresas: Bases conceptuales y aplicaciones prácticas* - Casanovas, M. (Ed.)

Editorial: Profit Editorial

Volum: --- **Número:** --- **Pàgines, inicial:** 153 **final:** 173 **Any:** 2009 **Lloc de publicació:** (ESPANYA)