

Departamento: Gestión Financiera

Director: Rafael Muñoz Orcera

Alumna colaboradora: Blanca Rodríguez Peña.

Revista revisada: *Revista Técnica Contable*, nº 679, octubre 2005.

La valoración de pequeñas y medianas empresas

Autores: Rocío García, Félix Jiménez, Carmen Pérez

Universidad de Sevilla.

Introducción

En los últimos años se han producido numerosos cambios en la forma y procedimientos de actuación en las empresas. Estos cambios son debidos a la aceleración que han experimentado las economías nacionales, gracias al proceso de globalización e internacionalización de las mismas, que ha obligado a las empresas a cambiar sus sistemas de dirección y estrategias para poder adaptarse a entornos cada vez más cambiantes, y poder, sobrevivir.

Una de las transformaciones más significativas que han experimentado las empresas ha sido el cambio de orientación de su filosofía de empresa y sus objetivos. Hasta ahora, cuando se les preguntaba a los directivos de la mayor parte de las empresas por su objetivo último empresarial, éstos respondían que era conseguir el máximo beneficio. Sin embargo, si les preguntamos ahora, vemos que su respuesta ha cambiado. Ya no se busca maximizar la cifra de resultado final, sino hacer máximo el valor que se crea como resultado de la actividad para sus accionistas. Por tanto si ahora nuestro objetivo es crear valor para los accionistas y que sus inversiones en

nuestra empresa sean efectivamente rentables, el proceso de toma de decisiones a nivel empresarial, se ha convertido en un problema de valoración. Esta preocupación por la creación de valor también es aplicable a las PYMEs, siendo en éstas incluso mayor, por las características propias de este tipo de organizaciones.

PYMEs

Antes de comenzar todo proceso de valoración, tenemos que proceder a la delimitación del concepto de PYME y de sus características, para que así, de acuerdo con éstas, podamos escoger el método de valoración más apropiado para este tipo de empresas, y que más se ajuste a su estructura, de manera que el valor resultante del proceso sea lo más exacto posible.

La Recomendación de la Comisión de la Unión Europea de 6 de mayo de 2003, aplicable desde diciembre de 2004, estableció los criterios para definir las pequeñas, medianas y microempresas, desde el punto de vista cuantitativo. Estos criterios son:

Criterio	Medianas	Pequeñas	Microempresas
nº trabajadores	Entre 50 y 249	Entre 10 y 49	Menos de 10
Volumen de negocios anual	<50 mm	<10 mm	<2 mm
Total Activo	<43 mm	<10 mm	<2 mm

Desde el punto de vista cualitativo, el tamaño de las PYMEs les dota de una cierta ventaja competitiva con respecto a las grandes empresas y a las multinacionales, les proporciona así una mayor flexibilidad en su proceso productivo, lo que les permite adaptarse con mayor facilidad, y por tanto menor coste, a las variaciones coyunturales de la demanda. Pero por otro lado, también este tamaño más reducido, les dificulta el acceso a determinados recursos, sobre todo en lo referente a la información disponible en el mercado y a las fuentes de financiación a las que pueden recurrir. Con respecto a este último aspecto cabe decir que las PYMEs se financian sobre todo con recursos propios de carácter familiar, ya que la financiación ajena de entidades financieras les exige la presentación de grandes garantías, y tampoco tienen acceso a los mercados de valores, precisamente debido a su tamaño. Por todo ello, hay que escoger bien la técnica de valoración que se aplica a este tipo de empresas, para que el valor obtenido sea realmente representativo de las características de la compañía, del entorno en el que opera y del verdadero valor de sus fondos propios.

La Teoría financiera ofrece multitud de posibilidades y de métodos de valoración de empresas. De todos ellos, son especialmente significativos del ámbito de la PYME los métodos de análisis estático y de análisis previsional. La razón por la cual los tres autores del artículo consideran estos dos tipos de análisis como los más representativos para las PYMEs, es que son los métodos que menor volumen de información requieren para realizar la valoración, y como hemos dicho anteriormente, uno de los problemas del tamaño más reducido de las PYMEs con respecto a las grandes empresas, es la dificultad de acceso a la información disponible.

Los métodos estáticos son aquellos basados en el análisis de la situación actual de la empresa, y su herramienta principal es el Balance de Situación; son sencillos y la valoración obtenida de estos métodos es muy objetiva. Sin embargo, estos métodos no tienen en cuenta las posibilidades de crecimiento futuro de las empresas, por lo que normalmente se usan como complemento a una valoración más dinámica.

Sin embargo, los métodos de valoración dinámicos o análisis previsional, se basan en las expectativas de crecimiento futuro de las empresas. Valoran las empresas mediante la actualización de diferentes variables en un escenario de proyección. Dentro del análisis previsional destaca especialmente el análisis fundamental, y dentro de éste el método del descuento de flujos de caja. De acuerdo con este método, el valor resultante del proceso está en función de dos variables: Las expectativas de rentabilidad futura, así como el riesgo asociado a las mismas que ofrezca la empresa de acuerdo con el sector o mercado en el que opere. Además estas variables están íntimamente relacionadas entre sí, de tal manera que las inversiones y valoraciones de una compañía se establecen siempre en términos del binomio rentabilidad-riesgo. Este método, muy aplicado en la valoración de empresas en la actualidad, se basa en el valor que el negocio es capaz de generar y además incorpora la noción de riesgo y valor temporal del dinero. A pesar de estas ventajas, cabe decir que es un método cargado de subjetividad en cuanto a las estimaciones y proyecciones de las rentas (Flujos de Caja) futuras; y además requiere de información del mercado que no siempre es fácil de encontrar. A pesar de ello, este método se considera el más adecuado para la valoración de este tipo de empresas que estamos analizando, aunque al llevarlo a cabo el analista tiene que imprimir al proceso la mayor carga de objetividad posible.

Antes de empezar todo proceso de valoración de cualquier compañía es preciso comenzar por la obtención de información. Valorar una empresa requiere tener en cuenta muchos aspectos y muchas variables del entorno que la pueden afectar en su operativa diaria, por lo tanto hay que recoger información relativa a multitud de aspectos, entre los que destacan:

- análisis macroeconómico
- entorno sectorial
- estudio en profundidad de la empresa objeto de valoración

Método de descuento de flujos de caja

Como ya hemos mencionado, estos tres autores consideran que este es el método más completo y que mejor ayuda a obtener una buena estimación del valor de una empresa PYME. Su filosofía se basa en valorar la empresa como si fuera una inversión, es decir, considerarla como si se tratara de un proyecto económico. Por tanto, su valor será el valor actualizado de los flujos de caja libre descontados a una tasa de descuento dada (obtenida a través de la ecuación que proporciona la metodología del modelo CAPM).

Por tanto, la variable que utilizaremos para identificar la renta será el flujo de caja libre, que se puede definir como “el flujo de caja que se obtiene con independencia de la estructura de apalancamiento de la empresa”. Es decir, es el flujo de caja obtenido después de remunerar a los proveedores de capital, y del que el empresario podrá disponer sin poner en peligro la estructura financiera de la empresa. Podemos calcular el Flujo de Caja libre de la siguiente manera:

FCL=	Beneficio antes de intereses y de impuestos (BAIT)	
-	Impuestos operativos (t x BAIT)	
+	Amortización (Dotación anual a la amortización)	
+	Variación del Fondo de Maniobra operativo (Variación de clientes + Variación de almacenes - Variación de proveedores) =	Inversión en Activo Circulante
+	CAPEX=	Inversión en Activo Fijo
-		

Una vez que hemos definido la variable renta gracias al flujo de caja libre, estamos en condiciones de poder determinar la otra variable que define toda inversión: el riesgo. La medida del riesgo en este método viene dada por la tasa de actualización con la cual descontamos cada uno de los flujos de caja futuros al momento presente. Para asegurarnos de que estamos utilizando la tasa adecuada debemos cerciorarnos de que ésta contiene dos elementos fundamentales: El propio riesgo y el coste de oportunidad. Así definida la tasa de descuento, el método más adecuado para su cálculo es el CAPM, según el cual:

$$K = R_f + \beta_j (R_m - R_f)$$

siendo:

- **K**: tasa de descuento aplicada a los flujos de caja futuros
- **Rf**: tipo de interés del activo sin riesgo
- **Rm**: rentabilidad del mercados
- **(Rm-Rf)**: prima de riesgo del mercado o exceso de rentabilidad que proporcióna la empresa con respecto a la rentabilidad del mercado
- **j**: mide el riesgo sistemático del valor que no se puede eliminar con la diversificación (mide la variabilidad de mi activo respecto al mercado)
donde βj (**Rm-Rf**) es la prima de riesgo total de mi activo.

Ahora que hemos definido las dos variables que van a determinar la rentabilidad y el riesgo estamos en disposición de proceder a valorar la compañía según el modelo de Flujos de Caja descontados, el cual para poder obtener la medida del valor de la compañía aplica la siguiente fórmula:

Valor de la empresa (V) =

$$\sum_{t=1}^n \frac{\text{FCL}}{(1+K)^t} + \frac{\text{VCn}}{(1+K)^n}$$

siendo:

- **K**: tasa de actualización calculado de acuerdo al modelo CAPM
- **n**: horizonte temporal
- **FCL**: Flujo de Caja libre para el accionista en período t
- **VC**: Valor terminal o valor de continuidad en el momento n = $\frac{\text{FCLn}(1+g)}{(1+K)^n}$
- **g**: tasa de crecimiento

Dificultades de aplicación del método de los flujos descontados a las PYMEs: Conclusiones

Como hemos podido comprobar, los métodos aplicados a la valoración de PYMEs son los mismos que se utilizan en el resto de las empresas y además, están basados en los métodos de selección y valoración de inversiones, tanto productivas como finan-

cieras. Pero a pesar de esto, cuando se procede a valorar una PYME se tienen en cuenta sus características intrínsecas. Por este motivo surgen a veces problemas que obligan al analista a realizar un esfuerzo adicional de búsqueda de información para poder realizar las proyecciones, o para asegurarse el menor error posible en las estimaciones.

Por eso es necesario realizar las estimaciones con sumo cuidado, cerciorarse muy bien de la fiabilidad de la información recogida del mercado y aplicar correctamente la tasa de descuento más adecuada para cada empresa, para así obtener una valoración de sus fondos propios lo más objetiva y fiable posible.

Conviene también destacar que el método de descuento de flujos de caja no es el único aplicable a este tipo particular de empresas que estamos tratando, aunque sí parece ser el que mejor se adecua a las características propias de este tipo de empresas.

Además la opinión de los tres autores del artículo, de aplicar este método como el más apropiado para las PYMEs, resulta coherente con la práctica empresarial actual. Efectivamente, pese a sus muchas limitaciones, sobre todo en lo relativo a las estimaciones de los flujos de caja que puede generar una compañía en el futuro, es el método más aplicado en la actualidad por su sencillez de comprensión y de cálculo, no sólo para empresas pequeñas o medianas sino también para las grandes multinacionales, las cuales además cuentan con la ventaja de poseer más recursos para poder realizar las estimaciones.