

**CONTENIDO**

	<b>Página</b>
<b>0. INTRODUCCIÓN .....</b>	<b>2</b>
<b>1. OBJETO Y CAMPO DE APLICACIÓN.....</b>	<b>2</b>
<b>2. REFERENCIAS NORMATIVAS.....</b>	<b>3</b>
<b>3. SIMBOLOS Y ABREVIATURAS .....</b>	<b>3</b>
<b>4. TERMINOS Y DEFINICIONES.....</b>	<b>4</b>
<b>5. DOCUMENTACION MINIMA.....</b>	<b>4</b>
<b>6. METODOLOGÍAS PARA LA VALUACIÓN DE EMPRESAS.....</b>	<b>5</b>
<b>6.3 ENFOQUE DE MERCADO .....</b>	<b>12</b>
<b>6.4 ENFOQUE DEL COSTO .....</b>	<b>12</b>
<b>6.5 ENFOQUE DE INGRESOS.....</b>	<b>.....</b>
<b>7. RELACION CON LAS NORMAS CONTABLES.....</b>	<b>13</b>
<b>BIBLIOGRAFIA.....</b>	<b>14</b>
<b>ANEXO A.....</b>	<b>15</b>
<b>ANEXO B.....</b>	<b>17</b>

## **METODOLOGÍAS PARA LA VALUACIÓN EMPRESAS PARTICIPACIONES EN EMPRESAS Y UNIDADES DE NEGOCIO**

### **0. INTRODUCCIÓN**

La Unidad Sectorial de Normalización de la Actividad Valuadora y el Servicio de Avalúos (USN AVSA) adopto esta Guía Técnica Sectorial para facilitar la aplicación y comprensión de la Norma Técnica Sectorial “Enfoques y Conceptos Generales para la Valuación de Empresas, Participaciones en Empresas y Unidades de Negocio” NTS M 07.

La valuación constituye una herramienta fundamental dentro del proceso de desarrollo de una empresa, guiando decisiones empresariales y personales, por lo que debe ser llevada a cabo con los más altos estándares técnicos y metodológicos.

Las aplicaciones prácticas de la teoría de la valuación son múltiples, en el proceso de valuación, se puede generar uno o varios valores dentro de un intervalo razonable en el cual se sitúa el valor de la empresa objeto de valuación. La pluralidad de valores de la empresa depende de diversos factores y valores que deben ser tenidos en cuenta a la hora de su estimación, en un sentido más amplio depende del encargo valuatorio.

Es clara la necesidad de disponer de una guía que proporcione con un lenguaje claro y preciso, los lineamientos y consideraciones básicas de aplicación para las diferentes enfoques y metodologías valuatorias en distintas situaciones.

En esta norma son utilizadas las formas verbales de conformidad con las directrices de ICONTEC. Las formas verbales "debería", "se recomienda", "es recomendado" son utilizadas para indicar que, entre varias posibilidades, una es más apropiada, sin que esto excluya a las otras, o que en ciertos procedimientos es preferible, mas no necesariamente exigible.

### **1. OBJETO Y CAMPO DE APLICACIÓN**

En esta Guía Técnica Sectorial GTS E 07 se establecen disposiciones y consideraciones generales, las cuales pretenden servir de apoyo para la aplicación práctica de los diferentes enfoques y metodologías para la valuación de empresas, participación en empresas o unidades de negocio. Este documento es un apoyo a la Norma Técnica Sectorial “Enfoques y Conceptos Generales para la Valuación de Empresas, Participaciones en Empresas y Unidades de Negocio” NTS M 07.

En esta guía cuando se emplee el término “valuación de empresas” se hace referencia tanto a valuación de empresas, como a unidades de negocios, unidad generadora de efectivo, participación en empresas o derechos relacionados<sup>1</sup>. Adicionalmente aplica para escenarios de combinación de empresas o negocios.

En el decreto 556 de 2014, reglamentario a la ley 1673 de 2013, la categoría numero 12 incluye la valoración de empresas como una de las actividades de valuación.

## **2. REFERENCIAS NORMATIVAS**

Los siguientes documentos normativos referenciados son indispensables para la aplicación de esta guía. Para referencias fechadas, se aplica únicamente la edición citada. Para referencias no fechadas, se aplica la última edición del documento normativo referenciado (incluida cualquier corrección).

- NTS M 07 Enfoques y Conceptos Generales para la Valuación de Empresas, Participaciones en Empresas y Unidades de Negocio
- Valoración de empresas. Métodos y Casos Prácticos para pequeñas y grandes empresas. Jerónimo Aznar Bellver –Teodosio Cayo Araya

## **3. SÍMBOLOS Y ABREVIATURAS.**

Para los propósitos de este documento, se aplican los siguientes símbolos y abreviaturas:

USN AVSA. Unidad Sectorial de Normalización de la Actividad Valuadora y el Servicio de Avalúos. NIIF. Normas Internacionales de Información Financiera.

NCIF. Normas Colombianas de Información Financiera

ISO. International Standardization Organization.

IVSC. International Valuation Standard Council.

IVS. International Valuation Standards.

NTS S: Norma Técnica Sectorial - Standard

GTS G: Guía Técnica Sectorial- General

WACC: Weighted Average Cost of Capital

---

<sup>1</sup> Identificados en el Código de Comercio.

#### **4. TERMINOS Y DEFINICIONES.**

Para los propósitos de esta guía, se aplican los términos y definiciones de la NTS M 07.

**4.1 Grupo empresarial (por su denominación en ingles Holding):** Además del vínculo de subordinación, exista entre las entidades unidad de propósito y dirección.

**4.2 Pactos Financieros (por su denominación en ingles Covenants):** Es una serie de compromisos que el prestatario asume con el deudor en el contrato de un préstamo y que suelen ser habituales en los préstamos sindicados.<sup>2</sup>

**4.3 Payout Ratio:** Se refiere a la proporción de las ganancias (beneficios de una empresa) pagados a los accionistas comunes en forma de dividendos en efectivo. Más específicamente, el dividendo en efectivo de la empresa dividido por las ganancias de la firma en el mismo período de referencia. Si la ratio es muy elevada, la empresa corre el riesgo de no poder mantener el dividendo ya que si las ganancias bajasen no tendría suficiente para mantenerlo.<sup>3</sup>

**4.4 Costo Promedio ponderado del Capital (por su sigla en ingles WACC):** Es la tasa de descuento que se utiliza para descontar los flujos de caja futuros a la hora de valorar un proyecto de inversión <sup>4</sup>

#### **5. DOCUMENTACIÓN MÍNIMA**

El valuador debería considerar como mínimo:

- Los estados financieros históricos y proyectados de la empresa (estado de situación financiera, estado de resultados, el estado de cambios en el patrimonio neto, el estado de flujos de efectivo y un resumen de las políticas contables adoptadas y las demás notas explicativas) de acuerdo a los requerimientos legales a los que esté sujeto.
- Documentación legal de la empresa reciente como el certificado de existencia y representación legal, RUT y otros que el valuador considere necesarios.
- Demás información técnica que el valuador requiera para facilitar el entendimiento del negocio y su plan de negocio, la cual puede estar documentada en informes de gestión en estudios técnicos gremiales, proyecciones internas de la empresa, estudios de mercado, productividad y viabilidad financiera, gestión histórica, entre otros.
- Documentos de política y/o gobierno corporativo, si existen.

---

<sup>2</sup> Definición de Covenants. Tomado de <https://www.gurusblog.com/archives/covenant/08/04/2012/>

<sup>3</sup> Definición de Payout Ratio. Tomado de <https://www.encyclopediainfinanciera.com/definicion-payout-ratio.html>

<sup>4</sup> Definición de WACC. Tomado de <https://www.empresaactual.com/el-wacc/>

- Documentos contractuales que determinen el desarrollo de la empresa, la unidad de negocio o la unidad generadora de efectivo.

Dependiendo del tipo de encargo valuatorio el valuador podrá solicitar los siguientes documentos adicionales:

- Para fines de garantías: Documentos que certifiquen la existencia e idoneidad de la garantía, tales como títulos, contratos, certificados, escrituras, etc.
- Cuando se trata de fusiones, adquisiciones, escisiones, combinación de negocios o venta de empresas, se tendrán en cuenta contratos, promesa de entendimiento, acuerdos de fusión y/o ofertas públicas de adquisición.
- Para litigios, opinión de razonabilidad (por su denominación en inglés fairness opinion) o procesos judiciales, se emplearán los soportes de los derechos en litigio o la valuación sobre la cual se realizará la opinión de razonabilidad, con todos los soportes que sirvieron de base para generar la estimación.
- Para propósitos de planeación tributaria el valuador debería consultar el marco tributario aplicado al sector y a la empresa objeto de valuación
- Al tratarse de procesos concursales, insolvencias y liquidaciones, se necesitará tener en cuenta lo contemplado en la normatividad vigente, y los documentos soporte de los procesos concursales, de insolvencias y liquidaciones según sea el caso, tales como: actas, notificaciones legales, acuerdos, entre otros.
- En planeación, gestión de negocios y gestión del valor: Documentos de planeación y direccionamiento estratégico.

## **6. METODOLOGÍAS PARA LA VALUACIÓN DE EMPRESAS**

### **6.1 DEFINICIONES DE VALOR**

Debe considerarse de manera precisa cuales son las definiciones de valor que se están utilizando, así como el estado de creación de negocio a la fecha de la valuación. El valuador debería tener en cuenta:

- Formular expresamente el estándar de valor, por ejemplo, valor razonable
- Formular expresamente la premisa de valor, por ejemplo, valor en marcha o valor de liquidación

### **6.2 ENFOQUES VALUATORIOS:**

Como se establece en la norma NTS M 07. "Enfoques y Conceptos Generales para la Valuación de Empresas, Participaciones en Empresas y Unidades de Negocio", una vez definido el enfoque de valuación, el valuador debería seleccionar la(s) metodología(s) que mejor interprete(n) la estructura financiera y cumpla(n) con los requerimientos del encargo valuatorio.

Adicional a lo establecido en la norma NTS M 07 “Enfoques y Conceptos Generales para la Valuación de Empresas, Participaciones en Empresas y Unidades de Negocio”, el valuador debería utilizar algunas de las siguientes metodologías:

ENFOQUES	MÉTODOLOGIAS	
MERCADO	Múltiplos	-Transacción referentes similares y comparables
COSTOS	Basado en estados financieros-	-Método del valor contable -Método del valor contable ajustado -Método del valor sustancial -Reposición
INGRESOS	Flujo de caja (F.C)	-F.C Libre -F.C Disponible Accionista

### 6.3. ENFOQUE DE MERCADO

Mediante este enfoque se utilizan métodos de estimación de valor teniendo en cuenta información financiera de empresas similares y comparables en el mercado.

El método utilizado en este enfoque es el de múltiplos, también llamado método de comparación, el cual consiste en calcular el valor de una empresa a partir de indicadores del precio y beneficio, que permitan compararla con empresas similares existentes en el mercado, bien sea a partir de las transacciones realizadas en el último año de compra-venta de empresas similares o a partir de la cotización en bolsa.

Inicialmente se analiza y caracteriza la empresa a evaluar. Luego identificar las empresas similares, a partir de parámetros de comparación, magnitudes financieras o del mercado. Algunos parámetros a tener en cuenta son: actividad económica, segmento del mercado y ubicación geográfica, ingresos, beneficios, tecnología.

Identificadas las empresas similares, se establecen y calculan los indicadores de estas, para luego aplicarlos a la empresa a valorar sobre sus ingresos o ventas, EBITDA y el EBIT, según sea el caso y finalmente se establecer el valor o rango de valor de la empresa.

Entre los indicadores utilizados para la valoración por múltiplos a partir de las transacciones o cotización en bolsa tenemos:

- Valor de la empresa comparable/ventas
- Valor de la empresa comparable/EBITDA
- Valor de la empresa comparable/EBIT
- PER = Cotización en bolsa/ Beneficio por acción.

#### **6.4. ENFOQUE DEL COSTO**

El enfoque de costos fundamentalmente está dado por métodos de estimación del valor de la empresa a partir de las erogaciones que se incurren, bien sea para reponer o reproducir la empresa como unidad generadora de valor.

- **Método del valor contable:** La estimación de valor por este método está dada por la información financiera depositada en la contabilidad de la empresa y específicamente por la ecuación patrimonial; en donde el valor de la empresa está dado por el valor de los activos menos los pasivos.
- **Método del valor contable ajustado:** La estimación de valor por este método está dada por la información financiera depositada en la contabilidad de la empresa al igual que en el método anterior, pero ajustando los valores tanto de los activos como de los pasivos al valor razonable.
- **Método del valor sustancial:** Mediante este método se calcula el valor de la empresa a partir de la información contable ajustada a valor razonable depurando los activos y pasivos sustanciales generadores de valor.
- **Método de reposición:** Mediante este método se establece el valor de la empresa a partir de las inversiones económicas necesarias para reponer las condiciones equivalentes de funcionamiento y utilidad de la empresa valorada.

#### **6.5 ENFOQUE DE INGRESOS**

Este enfoque busca establecer el valor de los flujos de caja, tomando como punto de partida las rentas o ingresos netos futuros trayéndolos a valor presente descontados a una tasa apropiada de descuento.

##### **6.5.1 ALGUNOS MÉTODOS UTILIZADOS EN EL ENFOQUE DE INGRESOS**

##### **6.5.2 METODO DE FLUJO DE CAJA LIBRE**

Bajo este método se calcula el valor que la empresa tiene disponible para sus accionistas y sus acreedores. Para determinar el valor para los inversionistas, al valor obtenido al aplicar este método se resta el valor en libros de la deuda y se le agregan el valor de

otros activos que no intervienen en la generación de los Flujos de Caja considerados y el valor de otras inversiones y se descuentan contingencias.

#### **6.5.2.1 PROYECCION DE FLUJOS DE EFECTIVO**

Para la determinación de los flujos de efectivo futuros se parte del comportamiento histórico y de la situación actual de la empresa al momento de la valuación, y se hacen proyecciones de cada uno de los rubros que determinan los ingresos o egresos futuros, teniendo en cuenta variables macroeconómicas, comportamiento del sector y capacidades propias de la empresa. El periodo de proyección será hasta el momento en que el flujo de caja se estime normalizado, de ahí en adelante se estima un valor residual de la empresa.

En el caso de empresas que tengan una vida económica limitada por un contrato, los flujos de caja se proyectaran de acuerdo a la vigencia del contrato.

El valor de la empresa será el Valor presente de los flujos de caja proyectados, más el valor presente de la perpetuidad (cuando aplica).

Cada flujo proyectado resulta de tomar para cada periodo, la utilidad operacional neta de impuestos, sumar las partidas que no generen salida real de efectivo y descontar inversiones en activos fijos y requerimientos de capital de trabajo. No se incluye el servicio de la deuda (amortizaciones e intereses) ni otras partidas no operativas.

Las proyecciones de flujos de caja se pueden realizar bajo diferentes escenarios, asignándole a cada escenario una probabilidad de ocurrencia. El valor de la empresa se obtiene del promedio ponderado del valor presente de cada escenario.

Si no se plantean escenarios ni se consideran probabilidades de ocurrencia en los flujos de caja futuros, la tasa de descuento debe incluir la incertidumbre de la ocurrencia de los flujos esperados.

#### **6.5.2.2 TASA DE DESCUENTO**

La tasa descuento debe reflejar los riesgos asociados a los flujos de caja a descontarse, ser consistente con la construcción de los flujos de caja, es decir, estar expresada en la misma moneda, tener en cuenta si los flujos de caja son reales o nominales y si son antes o después de impuestos.

La metodología comúnmente utilizada para calcular la tasa de descuento, es la denominada costo promedio ponderado de capital (WACC). Esta y otras metodologías existentes se mencionan en el anexo A.



### **6.5.2.3 VALOR A PERPETUIDAD O RESIDUAL.**

Los flujos de caja que se puedan generar después del periodo de proyección se estiman que serán constantes o con crecimiento o decrecimiento constante y su periodo de ocurrencia será infinito, suponiendo que así será la vida económica de la empresa. Debe considerarse y justificar la aplicación de un valor residual a un negocio en marcha.

Algunas metodologías existentes que se utilizan para calcular el valor residual se mencionan en el anexo B.

El valor de ciertos tipos de empresas, como por ejemplo una empresa de inversiones o una holding, puede obtenerse de la sumatoria de las valoraciones individuales de cada una de sus inversiones.

### **6.5.2.4 CONSIDERACIONES A TENER EN CUENTA EN LA APLICACIÓN DEL MÉTODO DE FLUJO DE CAJA LIBRE:**

El valuador debería considerar los siguientes puntos respecto al cálculo de la tasa de descuento para ser utilizada en este método:

- Para determinar el WACC, tanto el valor de mercado del patrimonio (E), así como el de la deuda (D) y el valor total de la empresa (E+D), que es lo que se pretende hallar, se toman del valor en libros que se basan en información estática lo cual es contradictorio con el objetivo del método.
- El factor  $(1-T)$  no se debería aplicar al servicio de la deuda, solamente a los intereses. Además, no considera que los intereses y los impuestos suceden en momentos diferentes en el tiempo.
- Determinación del indicador Beta para el cálculo de Costo de Capital Patrimonial. En Colombia no se consigue información del indicador Beta dado que la cantidad de empresas que cotizan en bolsa son muy pocas y no son representativas del mercado.

### **6.5.3 MÉTODO DE FLUJO DE CAJA DISPONIBLE PARA EL ACCIONISTA**

La aplicación de este método da el valor de la empresa para los accionistas y para participantes del mercado que deseen ser propietarios de la empresa.

#### **6.5.3.1 PROYECCION DE FLUJOS DE EFECTIVO**

En este caso, en la proyección de flujos de efectivo futuros, adicional a los calculados para el flujo de Caja libre presentado anteriormente, se incluyen la amortización y servicio de la deuda de la empresa, otros gastos, inversiones e impuestos.

### **6.5.3.2 TASA DE DESCUENTO**

La tasa de descuento a utilizar es el costo de oportunidad de los inversionistas del mercado (modelo CAPM explicado en el Anexo A).

### **6.5.3.3 VALOR RESIDUAL**

Se calcula de manera similar que en el método de Flujo de Caja Libre. Debe considerarse y justificar la aplicación de un valor residual a un negocio en marcha

#### **- VENTAJAS DE UTILIZACIÓN DE ESTE MÉTODO:**

Este método tiene la ventaja de que obvia los dos primeros inconvenientes enunciados al calcular la tasa de descuento WACC en el método de Flujo de Caja Libre.

### **6.5.4 MÉTODO DE DESCUENTO DE DIVIDENDOS**

Este método se emplea para determinar el valor de un interés minoritario en determinada compañía o el Valor de cierto tipo de Compañías en donde no se puede hacer una diferenciación clara de si un pasivo que genera intereses es capital de trabajo o una fuente de capital, como por ejemplo Bancos y Aseguradoras.

#### **6.5.4.1 PROYECCIÓN DE FLUJO DE EFECTIVO**

El ingreso económico base a ser proyectado y descontado es la utilidad neta de la Compañía sujeta de valuación.

A la utilidad neta se realizarán los ajustes necesarios para determinar el flujo de caja disponible para ser distribuidos como dividendos. A continuación, se presentan algunos de los ajustes:

- Se descontará de la utilidad neta el flujo de efectivo para cubrir los requerimientos de reserva legal.
- Se descontará de la utilidad neta el flujo de efectivo para cumplir la utilidad mínima requerida por disposiciones normativas (Por ejemplo: En el caso de los Bancos y Aseguradoras, existen requerimientos de patrimonio mínimo, por lo cual la utilidad neta primero cubrirá dichos requerimientos normativos en caso de no decretarse capitalizaciones).
- Se descontará de la utilidad neta el flujo de efectivo tendiente a cumplir los covenants de la deuda en caso de existir.
- No podrá distribirse dividendos en caso de que algún covenant de la deuda así lo establezca. En ese caso, para ese periodo el flujo disponible para distribución de dividendos será igual a cero.

- El flujo de caja disponible para distribución de dividendos deberá multiplicarse por el Payout ratio histórico. El Payout Ratio es el valor de dividendos efectivamente distribuidos en el periodo  $t$  dividido entre la utilidad neta del periodo  $t$ .
- El flujo de caja disponible para dividendos que se empleara para calcular la perpetuidad, deberá ser consistente con la tasa de crecimiento a perpetuidad definida, el Payout Ratio y el retorno para los accionistas esperado de largo plazo.

En este sentido:

$$\text{Payout Ratio} = (1-g) / \text{ROE},$$

$$\text{donde } \text{ROE} = K_e$$

Donde

*ROE*: Retorno sobre el patrimonio ( Por su denominación en ingles Return on Equity)

*Ke*: Costo del Patrimonio

$g$ :  $(1 - \text{Proporción de pagos}) * \text{ROE}$

En su defecto, para un *Payout Ratio* definido, se podrá despejar la ecuación para  $g$ , por ende, el  $g$  no será una variable observada (como en el modelo del flujo de caja libre descontado), sino que será determinada por el modelo y dependerá del *Ke* y del *Payout Ratio*

#### **6.5.4.2 LA TASA DE DESCUENTO**

Debido a que en la metodología de descuento de dividendos no estima el valor de los activos operacionales de la Compañía sujeta de Valuación sino directamente el valor de su patrimonio, la tasa de descuento empleada para hallar el valor presente del flujo de caja disponible para distribución de dividendos deberá ser consistente con esta base de cálculo. Por ende, se deberá utilizar el costo del patrimonio como tasa de descuento y no el costo promedio ponderado del capital.

#### **6.5.5 MÉTODO DE CAPITALIZACIÓN DE RENTAS**

El método de capitalización de rentas es un método del enfoque de ingresos mediante el cual los beneficios económicos por un período único representativo se convierten en el valor de la empresa a través de su división por una tasa de capitalización.

En este método, para producir una indicación de valor real, el numerador debe ser una base sostenible realista de los flujos de efectivo futuros esperados que se espera cambien a un ritmo estable durante un periodo de tiempo significativamente largo, es decir, debe ser un flujo de caja normalizado y característico de la compañía sujeta de valoración.

El método de capitalización de rentas es un análisis prospectivo, al igual que el método de flujo de caja descontado. La renta económica a capitalizarse debe representar el ingreso económico futuro esperado. En este sentido, un promedio simple o una media ponderada de los resultados operativos del pasado no es un procedimiento adecuado para desarrollar esta estimación.

El promedio histórico debe ser utilizado sólo si se puede justificar la idea de que este promedio pasado es de hecho una aproximación razonable para las futuras expectativas de ingresos económicos. Para la estimación de la renta económica se pueden considerar, entre otros, los presupuestos de las empresas, planes, previsiones y otros datos a futuro en la estimación de la medida de la renta económica normalizada (o sostenible).

La renta económica que mejor representa las expectativas futuras varía de acuerdo con la etapa operacional en la que se encuentra la compañía sujeta de valuación:

- Para una Compañía en constante crecimiento: los resultados del último año incrementados a la tasa de crecimiento esperada de largo plazo.
- Para una Compañía en declive: los resultados más recientes descontados en la tasa anual esperada de declive.
- Para una Compañía en un negocio cíclico: un promedio simple o ponderado de los resultados históricos.
- Para un negocio cíclico: un promedio simple de los resultados sobre un ciclo de negocio completo.
- Para una empresa con tendencias erráticas o no definidas: un promedio simple o una media ponderada de los resultados históricos.

#### **6.5.5.1 LA TASA DE CAPITALIZACIÓN**

Es la tasa que convierte un único flujo de caja de un único periodo en un valor presente indicativo.

La diferencia entre la tasa de capitalización y la tasa de descuento es el gradiente de crecimiento o decaimiento de la perpetuidad aplicado al flujo de caja normalizado que se descontará o se capitalizará.

Esta relación se puede observar en la siguiente fórmula:

$$c = k - g$$

Donde

*c*: Tasa de Capitalización

*k*: Tasa de descuento (WACC)

*g*: Tasa de crecimiento/decaimiento de los flujos futuros (si se espera que sea una tasa de decaimiento, entonces *g* será negativo, por ende, el efecto es que la tasa de decaimiento es sumada a la tasa de descuento para obtener la tasa de capitalización).

## **6.6 OTRAS CONSIDERACIONES**

Cuando el pronóstico de ingresos o flujos de efectivo es expresado en una cuantía nominal, esto es, en precios corrientes, se deberían usar tasas nominales que incluyen un componente de inflación. Cuando el pronóstico de ingresos o de flujos de efectivo se expresa en una cuantía real, se deberían usar tasas reales sin componente de inflación.

Si la tasa de descuento a utilizar es antes de impuestos, los flujos de caja deben serlo así también. Si se establece después de impuestos igualmente los flujos de caja proyectados.

Al calcular el valor de la empresa o del patrimonio, es necesario considerar los activos redundantes, es decir, los no utilizados en las operaciones y que por tanto no colaboran en la generación de flujo de caja de la empresa o negocio que se está valuando. La valuación de estos activos se debe hacer de manera independiente.

## **7. RELACIÓN CON LAS NORMAS CONTABLES**

Las valoraciones de empresas normalmente se usan como base para realizar repartos de diversos activos para ayudar en el establecimiento o reestructuración de los estados financieros.

Para la valuación de empresas se debe tener presente que el valor razonable define que un mercado activo se determina cuando los precios de cotización están disponibles de una manera fácil como es el caso de una bolsa, intermediarios financieros, institución sectorial.

Es una medición basada en el mercado, no una medición específica de la entidad (Véase NIIF 13 Medición de Valor Razonable). Para algunos activos y pasivos, pueden estar disponibles transacciones de mercado observables o información de mercado. Para otros activos y pasivos, pueden no estar disponibles transacciones de mercado observables e información de mercado. Sin embargo, el objetivo de una medición del valor razonable en ambos casos es el mismo, es decir, estimar el precio al que tendría lugar una transacción ordenada para vender el activo o transferir el pasivo entre participantes del mercado, en la fecha de la medición en condiciones de mercado presentes (un precio de salida en la fecha de la medición desde la perspectiva de un participante de mercado que mantiene el activo o debe el pasivo).

Las valuaciones de empresas normalmente se usan como base para la realización de distribución de valor para varios activos con el fin de auxiliar en el establecimiento o reestructuración de los estados financieros. En este contexto, los valuadores de empresas reflejan el valor de mercado de todos los componentes del balance de una empresa para cumplir las normas de contabilidad, teniendo en cuenta la convención que refleja el efecto de la variación en los precios.

**BIBLIOGRAFIA**

- [1] International Valuation Standards Committee. "International Valuation Standards 2017", IVSC, 2017;
- [2] Colombia. Ley 1314 (13, julio, 2009). Por la cual se regulan los principios y normas de contabilidad e información financiera y de aseguramiento de información aceptados en Colombia, se señalan las autoridades competentes, el procedimiento para su expedición y se determinan las entidades responsables de vigilar su cumplimiento.
- [3] Colombia. Decreto 2706 (27, diciembre, 2012), "Por el cual se reglamenta la Ley 1314 de 2009 sobre el marco técnico normativo de información financiera para las microempresas".
- [4] Colombia. Decreto 2784 (28, diciembre, 2012), "Por el cual se reglamenta la Ley 1314 de 2009 sobre el marco técnico normativo para los preparadores de información financiera que conforman el Grupo 1".
- [5] Colombia. Decreto 3022 (27, diciembre, 2013) "Por el cual se reglamenta la Ley 1314 de 2009 sobre el marco técnico normativo para los preparadores de información financiera que conforman el Grupo 2.
- [6] Colombia. Decreto 2496 del (23 de diciembre de 2015) "Por medio del cual se modifica el Decreto 2420 de 2015 Único Reglamentario de las Normas de Contabilidad, de Información Financiera y de Aseguramiento de la Información y se dictan otras disposiciones" y se actualizan los marcos normativos en Colombia de acuerdo a las actualizaciones internacionales de las NIIF.
- [7] Chile. Valoración de empresas. Métodos y casos prácticos para pequeñas y medianas empresas. Jerónimo Aznar Bellver – Teodosio Cayo Araya, 2015
- [8] Chile. Valoración de empresas. Métodos y casos prácticos para pequeñas y medianas empresas. Jerónimo Aznar Bellver – Teodosio Cayo Araya, 2015
- [9] Colombia. Valoración de Empresas, Gerencia del valor y EVA. Oscar León García Serna, 2003
- [10] España. Valoración de Empresas: Como medir y gestionar la creación de valor. Pablo Fernández, 2000
- [11] España. Valoración de Empresas y gestión basada en valor. Alfonso Ramírez Rojo, 2008

**ANEXO A<sup>5</sup>**  
**(Informativo)**

La tasa de descuento  $k$  para actualizar los FC libres estimados será el Coste Medio Ponderado del Capital (WACC, Weighted Average Cost of Capital) y su cálculo se realiza de la siguiente forma:

$$K = K_d * (1 - t) * P_d + K_{rp} * P_{rp}$$

Siendo

$K$ = Coste medio ponderado del capital

$K_d$ =Coste de la deuda

$t$ =Tiempo impositivo

$$P_d = \frac{\textit{Exigible}}{\textit{Total Pasivo}}$$

$$P_{rp} = \frac{\textit{Neto Patrimonial}}{\textit{Total Pasivo}}$$

El coste de la deuda  $K_p$  se puede encontrar en los documentos financieros propios de la empresa.

Para el coste de los recursos propios  $K_{rp}$  el procedimiento comúnmente utilizado es el cálculo mediante el modelo CAPM (Capital Asset Pricing Model, Modelo de Precios de los Activos de Capital, MPAC), cuya expresión es:

$$K_{rp} = R_f + \textit{Prima de riesgo} = R_f + \beta * (R_m - R_f)$$

Siendo

$K_{rp}$ = Tasa de descuento de los recursos propios

$R_f$ =Tasa sin riesgo

$\beta$  =Coeficiente del riesgo

$R_m$  = Rentabilidad esperada del mercado

Para la tasa sin riesgo se suele utilizar el tipo de interés de los títulos emitidos por el Estado para un plazo que coincida aproximadamente con el horizonte temporal de la tasación. Es habitual utilizar el tipo de interés de la deuda a 10 años.

---

<sup>5</sup> Libro Valoración de empresas. Métodos y casos prácticos para pequeñas y medianas empresas. Capítulo III

El siguiente paso es determinar los otros componentes de la prima del riesgo:  $\beta$  o coeficiente del riesgo y  $R_m$  rentabilidad esperada del mercado.

El coeficiente  $\beta$  mide la relación existente entre el riesgo de la inversión con respecto al riesgo medio del mercado. Su significado varía con sus distintos valores.

$\beta = 0$ , la inversión no tiene riesgo

$\beta = 0,5$  la inversión tiene la mitad del riesgo que el mercado

$\beta = 1$  la inversión tiene el mismo riesgo que el mercado

$\beta = 2$  la inversión tiene el doble de riesgo que el mercado

Su cálculo se realiza mediante la expresión

$$\beta_i = \frac{\tilde{\sigma}_{R_i, R_m}}{\tilde{\sigma}_{R_m}^2}$$

$\tilde{\sigma}_{R_i, R_m}$  = Covarianza entre las rentabilidades del valor y la del mercado

$\tilde{\sigma}_{R_m}^2$  = Varianza del mercado

La elección del mercado de referencia es fundamental en el sentido de que debe ser el compuesto por las empresas comparables o similares a la a valorar y de este mercado de referencia se define su rentabilidad esperada teniendo en cuenta las rentabilidades históricas, el tipo de mercado y los datos macroeconómicos previstos.

Conocidos los tres elementos,  $\beta$  Coeficiente riesgo,  $R_m$  Rentabilidad esperada en el mercado y  $R_f$  nos da finalmente el Coste de los Recursos Propios.

El cálculo de esta prima de riesgo es una de las dificultades al valorar PYMES ya que en la mayoría de los casos no se contará con la información necesaria para el cálculo de  $\beta$ .

Además, la prima de riesgo calculada de esta forma no contiene todo el riesgo de la inversión en PYMES.



**ANEXO B<sup>6</sup>**  
**(Informativo)**

Definido el horizonte temporal, los Flujos de caja y determinada la Tasa, queda por calcular el Valor residual.

Las NIV, definen el Valor residual de la siguiente manera: “El valor de un activo al final del periodo determinado para tal activo”

En el Plan General Contable encontramos esta definición: “Importe que la empresa estima que podría obtener en el momento actual por su venta u otra forma de disposición de un activo, una vez deducidos los costos de venta, tomando en consideración que el activo hubiese alcanzado la antigüedad y demás condiciones que se espera que tenga al final de su vida útil”

En estas definiciones el valor residual puede entenderse como el valor de un activo cuando ya ha dejado de ser útil, en nuestro caso de la valoración de una empresa el valor residual es el valor que tiene la empresa pasados un periodo u horizonte temporal en el que se consideran los FC, pero la empresa sigue operativa y generando FC aunque estos puedan ser iguales o distintos a los del periodo considerado como horizonte temporal, por ello el Valor Residual estará en función de esos FC que sea capaz de generar en el futuro.

Para el cálculo del valor residual se suele utilizar la propuesta de Gordon

$$VR = \frac{FC_{n+1}}{(k - g)}$$

Siendo

$FC_{n+1}$ =Flujo de caja año  $n+1$

$g$ =Crecimiento de los flujos de caja

$k$ =Coste medio ponderado del capital

El valor residual, VR, es el valor actualizado de los FC posteriores al año  $n$  generados por la empresa, supuesto un crecimiento  $g$  de los mismos.

El cálculo del crecimiento  $g$  de los Flujos de caja es también problemática, ya que se trata de estimar el crecimiento de los FC a partir de año  $n$ . Esta tasa de crecimiento puede ser estimada a partir del comportamiento en el pasado de diferentes variables, de las cuales la más aceptada es la cifra de ventas (CV), pues es la variable menos influenciada por los criterios contables.

---

<sup>6</sup> Libro Valoración de empresas. Métodos y casos prácticos para pequeñas y medianas empresas. Capítulo III

Para el cálculo de  $g$  utilizaremos la media geométrica, del crecimiento de la CV en un periodo determinado:

$$g = \left(\frac{CV_n}{CV_0}\right)^{\frac{1}{n}} - 1$$

Podemos encontrarnos con casos en que no se dispone de la información correspondiente a la CVV de la empresa en años anteriores. En esos casos se acude a calcular  $g$  mediante datos económicos del país, concretamente la inflación prevista ( $f$ ) que es un indicativo de la subida de precios y el incremento del PIB previsto como indicador de la cantidad de productos o servicios vendidos. En este caso el cálculo de  $g$  es:

$$g = ((1 + f) * (1 + \Delta PIB)) - 1$$

En la práctica se tiende a que el valor residual no afecte de forma excesiva al valor final, para ello el tasador puede bien alargar el horizonte temporal o bien utilizar valores de  $g$  muy bajos o hasta incluso  $g=0$