

# LA VALORACIÓN DE PEQUEÑAS Y MEDIANAS EMPRESAS

Rocío García Villanueva  
Félix Jiménez Naharro  
Carmen Pérez López

## RESUMEN

En los últimos años la importancia de la valoración de empresas ha aumentado considerablemente al existir numerosas situaciones en la que se hace necesario el desarrollo de este proceso. Aunque existen diferentes métodos de valoración, no todos ellos pueden aplicarse al segmento de pequeñas y medianas empresas, PYME. En este artículo, defendemos la técnica de los flujos descontados como el método más idóneo para valorarlas, aunque de forma paralela señalamos las dificultades que se encuentran, sobre todo de obtención de información, al aplicar dicho método.

**PALABRAS CLAVE:** VALORACIÓN, PYME, FLUJOS DESCONTADOS

## ABSTRACT

In the last years, the importance of the valuation of companies has increased considerably when existing numerous situations in which becomes necessary the development of this process. Although different methods of valuation exist, not all of them can be applied to the segment of small and medium companies, SME. In this paper, we defend the technique of the discounted cash-flow as the more suitable method to value them, although, in a parallel way, we point out the difficulties, mainly of obtaining of information, to apply this method.

**KEY WORDS:** VALORATION, SME, DISCOUNTED CASH-FLOW

---

## 1. INTRODUCCIÓN

En los últimos años la importancia de la valoración de empresas ha aumentado considerablemente al existir numerosas situaciones en la que se hace necesario el desarrollo de este proceso y al interés que vienen mostrando las empresas al plantear sus objetivos en términos de valor. En el ámbito de las PYME esta preocupación por la valoración es incluso mayor por las características propias de estas organizaciones.

En este trabajo, tras definir y caracterizar brevemente a la PYME, exponemos el amplio abanico metodológico que ofrece la Teoría Financiera para valorar empresas. No obstante, en la práctica no siempre se aplica la metodología adecuada para una empresa o sector concreto en un momento determinado del tiempo. Por ello, daremos unas pautas básicas a seguir para saber sobre que metodología decantarnos en cada caso.

Posteriormente, desarrollamos la técnica de los flujos descontados como el método más idóneo para valorar las PYME, aunque de forma paralela señalamos las dificultades que se encuentran, sobre todo de obtención de información, al aplicar dicho método.

## 2. ASPECTOS PREVIOS EN LA VALORACIÓN DE LAS PYME: Definición y caracterización de la PYME

A lo largo de los últimos años la literatura económica ha dado distintas definiciones de PYME que han variado de un país a otro, e incluso, han surgido matizaciones distintas dentro de un mismo país. Desde diciembre de 2004, según la Recomendación de la Comisión de la Unión Europea (6/05/2003), los criterios para definir las microempresas y pequeñas y medianas empresas<sup>228</sup> que se han de utilizar son los siguientes<sup>229</sup>:

Tipo empresa	MEDIANAS	PEQUEÑAS	MICROEMPRESAS
<i>Nº trabajadores</i>	<i>Entre 50 y 249</i>	<i>Entre 10 y 49</i>	<i>Menos de 10</i>
<i>Volumen negocios anual</i>	<i>&lt;50 millones €</i>	<i>&lt;10 millones €</i>	<i>&lt;2 millones €</i>
<i>Balance general</i>	<i>&lt;43 millones €</i>	<i>&lt;10 millones €</i>	<i>&lt;2 millones €</i>

Según el “*Observatorio de la PYME europea*”, en 2002, existían 20.445.000 empresas en toda la Unión Europea, de las que 20.415.000 eran PYME. El tamaño medio de la empresa europea es de 6 empleados, frente a los 10 en Japón y a los 19 en los Estados Unidos. Las PYME constituyen el 99% del tejido empresarial y emplean a 80.790.000 trabajadores, lo que supone el 65 % del empleo privado total. Aportan aproximadamente el 55 % del PIB. El valor añadido medio por trabajador es de 65.000 euros, frente a los 115.000 euros de las grandes empresas.

Desde un punto de vista cualitativo, el tamaño de las PYME, en comparación con las grandes empresas, les dota de una mayor flexibilidad para adaptarse a los cambios tecnológicos y a las distintas fases del ciclo económico. Mediante la subcontratación a través de las grandes empresas aportan flexibilidad a la actividad productiva y, con la utilización de redes empresariales, formadas en el ámbito local, se constituyen en un catalizador para el desarrollo local y regional.

No obstante, a pesar del enorme peso de estas empresas, las PYME padecen una serie de debilidades de carácter estructural que limitan su competitividad para poder enfrentarse con éxito a los grandes retos de hoy en día. Una de las principales es su situación financiera, que engloba un amplio conjunto de factores altamente interrelacionados. Por un lado, las dificultades que tienen para acceder a fuentes financieras a medio y largo plazo:

- desde la óptica de los **recursos ajenos**, se enfrentan en inferioridad de condiciones en plazos y costes cuando se acude a la financiación bancaria, además de la necesidad de aportar garantías reales.
- desde la perspectiva de los **recursos propios**, se ven limitadas, en la mayoría de los casos, a las aportaciones de familiares y amigos y a la autofinanciación.

Y por otro, las serias dificultades que encuentran a la hora de acceder a la financiación que ofrecen los mercados de valores, debido a los elevados requisitos de entrada exigidos.

Estos problemas financieros, que suelen asociarse con la dimensión, se ven agravados por otros factores, entre los que podemos citar (García López, M.J., 1996):

- sus menores posibilidades de acceso a la información disponible en el mercado y de procesarla de cara a sus decisiones,
- sus elevadas tasas de mortalidad en los primeros años de actividad,

<sup>228</sup> Con esta nueva definición, la Comisión Europea pretende facilitar un marco de referencia para los programas de ayudas, las políticas específicas de apoyo empresarial y cualquier otra normativa comunitaria relativa a las PYME.

<sup>229</sup> Hay que tener en cuenta para estos límites los balances y el volumen de negocios del grupo consolidado.

- *la inadecuada formación de los empresarios y trabajadores que se traducen en problemas organizativos, técnicos y de dirección,*
- *los inconvenientes que origina una errónea localización respecto a mercados, grandes empresas y centros de decisión,*
- *un entorno económico cambiante,*
- *la globalización de los mercados y las dificultades para incorporar innovaciones necesarias para adecuarse a las exigencias de los mismos.*

Además, los tradicionales problemas de las PYME se enmarcan ahora en un nuevo contexto donde la renovación tecnológica y la internacionalización de la PYME se han convertido en los grandes retos. No obstante, esta apertura de mercados es compatible con los mercados locales, espacio vital en el que la mayoría de las PYME han podido desarrollar su actividad, donde lo importante no es tanto el tamaño, sino ser flexible, innovador y operativo para saber cómo aprovechar las oportunidades de negocio que puedan surgir (García Pérez de Lema, D., 1997). Las PYME para emprender este proceso de ajuste necesitarán recursos y el empuje necesario que les permita afrontar esta nueva situación.

De esta manera, como el endeudamiento a largo plazo estará condicionado por la existencia de garantías reales y el incremento de recursos propios por las posibilidades de autofinanciación, para crecer al ritmo que le permite su mercado tendrán que recurrir a un mayor peso de los recursos a corto plazo, produciendo un efecto distorsionador en la estructura financiera de las PYME.

Por tanto, un factor de éxito es dimensionar correctamente la empresa y partir de una estructura financiera satisfactoria. Tal y como expone Casilda Béjar (1997), es preciso crear instrumentos destinados específicamente a vencer las peculiaridades financieras de las PYME y poder acometer de forma más adecuada aquellas inversiones que le permitan mejorar su competitividad y faciliten su desarrollo y crecimiento. Por todas estas razones, en los últimos años se ha venido insistiendo en la creación y potenciación de entidades, mercados e instrumentos financieros que pudieran incidir en las estructuras financieras de las empresas. En este sentido, como figuras básicas incorporadas a la práctica totalidad de los sistemas de los países avanzados hay que mencionar:

- **Los bancos**, que han sido y son los principales contactos financieros para las PYME, pero es cierto también que, en muchas ocasiones, las solicitudes de estas empresas se quedan sin atender debido a la tendencia a la normalización y automatización bancaria.
- **Las agencias de desarrollo público**, herramientas del poder público con comportamientos de mercado y con carácter cada vez más regional, que actúan en numerosas ocasiones cubriendo riesgos y posibilitando la intervención de socios financieros convencionales.
- **Instituciones financieras especializadas**, entre las que podemos citar las entidades de **leasing**, las de **factoring** y los **microcréditos**.
- La financiación a través del **capital riesgo**, que resulta indispensable cuando se necesita un alto nivel de capital y, a la vez, transcurre un largo plazo entre la inversión y su recuperación.
- Las **sociedades de garantía recíproca (SGR)**, que ocupan su lugar en el entramado financiero como intermediarias entre la empresa y el banquero, permitiendo con su actuación que las PYME accedan al crédito bancario en mejores condiciones de plazo y coste.

Así pues, para alcanzar los objetivos anteriormente señalados resulta vital poseer una metodología adecuada que nos permita valorar una PYME y, por tanto, tener los medios adecuados para saber qué debe hacer el gerente para realizar una buena gestión y, con ello, maximizar el valor de la empresa.

### 3. TÉCNICAS DE VALORACIÓN MÁS ADECUADAS EN LA VALORACIÓN DE *PYME*

La importancia de la valoración de empresas ha aumentado progresivamente en los últimos años, entre otras razones, porque cada vez son más las empresas que definen sus objetivos buscando la maximización del valor. De esta manera, existen muchas actividades que exigen la realización de un proceso de valoración y, concretamente, la valoración en este segmento de empresas se hace necesaria en multitud de ocasiones como:

- La compra o venta de la empresa por razones estratégicas, de inversión, de fallecimiento del titular, ...
- Al ampliar/reducir capital, dando entrada o salida a algún socio.
- En sucesiones de empresas.
- Al recibir capital riesgo y a la hora de la desinversión.
- Cuando se estudia el avalar a una *PYME* por parte de una SGR.
- Para la utilización de otros tipos de financiación.
- Cuando se quiere determinar si se ha creado valor para el accionista.
- En el análisis de nuevas inversiones.
- Apertura a mercados internacionales como consecuencia del proceso de globalización.
- Por mera curiosidad.

Como podemos comprobar, cualquier actividad que suponga un cambio en el seno de la actividad empresarial exige la realización de un proceso de valoración. De esta manera, la tarea de valorar se ha convertido en una actividad fundamental para el trabajo de cualquier analista financiero o director de empresa. La Teoría Financiera ofrece un amplio abanico metodológico para poder conseguir tal objetivo (Fig.1). No obstante, en la práctica no siempre se aplica la metodología adecuada para una empresa o sector concreto en un momento determinado del tiempo. Por ello, en este artículo daremos unas pautas básicas a seguir para saber sobre que metodología decantarnos cuando valoremos empresas.

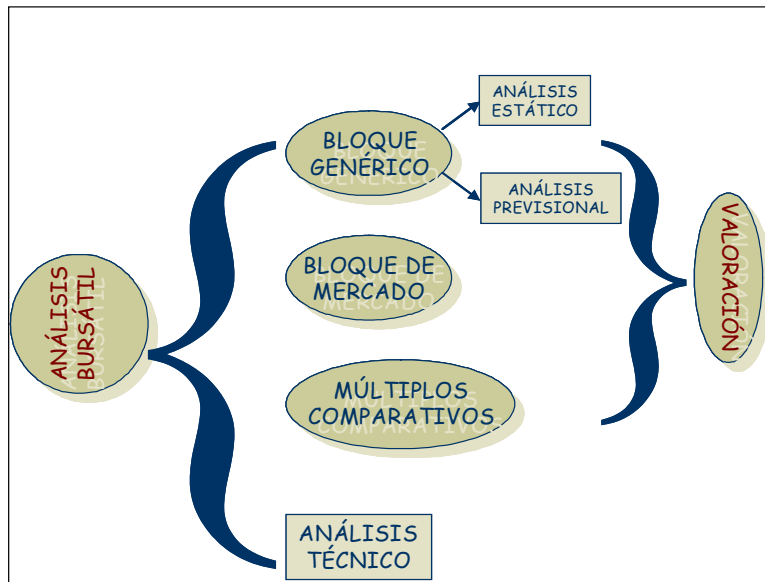


Fig. 1. Metodología de la valoración de activos y análisis bursátil.

Fuente: Jiménez Naharro, F.y De la Torre Gallegos, A. (2004)

Cada bloque tiene unas características diferenciadoras y en función de los objetivos perseguidos por el analista o inversor utilizaremos las técnicas encuadradas en uno u otro.

El bloque genérico se caracteriza porque sus técnicas se pueden aplicar a todo tipo de empresas –empresas grandes o pequeñas, empresas que coticen o no, etc.-. Obviamente, habrá técnicas que sean más adecuadas para determinadas empresas y sectores y técnicas aplicables para otras empresas o sectores, con nuestro trabajo intentaremos dilucidar estos interrogantes. En segundo lugar, la valoración alcanzada con la aplicación de estos métodos es de carácter absoluto. En tercer lugar, la aplicación de estas técnicas se utilizan para tomar decisiones o establecer estrategias de inversión a largo plazo, estos métodos no sirven para tomar decisiones a corto plazo.

Las técnicas encuadradas en el bloque de mercado, por la información que requieren para su desarrollo, solo son aplicables a empresas que cotizan en Bolsa. Por otro lado, la valoración llevada a cabo dentro de esta rama es de carácter relativo, ésta se resume en el cálculo de distintos indicadores individuales y combinados de rentabilidad y riesgo. Así, el analista para poder tomar decisiones tiene que utilizar índices de referencia que le permitan determinar si el valor alcanzado por su indicador está sobrevalorado o infravalorado en el mercado. Entre las distintas aplicaciones que se le suelen dar a este tipo de técnicas, debemos destacar la construcción y gestión de carteras, se utiliza mucho para gestionar carteras –fondos de inversión, fondos de pensiones, etc.

El tercer bloque o análisis comparativo trata de estimar el valor de una empresa a través de la comparación de distintos ratios de ésta con el valor de empresas de similares características que cotizan en Bolsa. Estas técnicas son más simples e intuitivas que las anteriores y se suelen aplicar para valorar empresas que ofrecen muchas dificultades con la aplicación de otros métodos, como por ejemplo las empresas de alto riesgo.

Finalmente, como métodos fuera de lo que es la valoración de empresas, propiamente dicho, aunque dentro del complicado mundo del análisis bursátil destacamos el análisis técnico. Esta técnica no pretende valorar el título, no nos dice CUÁNTO vale, sino que nos da señales de compra y de venta, o sea nos dice CUÁNDO podemos comprar o vender el título mediante la utilización de gráficos e indicadores estadísticos. Este análisis solo se puede aplicar a títulos que se negocien en el mercado y se puede utilizar para tomar decisiones a corto o a muy corto plazo (intradía), además de a medio y largo plazo.

Así, en el ámbito de la *PYME*, especialmente, se deben aplicar métodos de análisis estático y análisis previsional. La razón fundamental de este hecho se encuentra en la necesidad de información que exigen algunos métodos, información que en el entorno de la *PYME* no se posee. La ventaja de los métodos estáticos radica en su mayor sencillez y objetividad. Sin embargo, la aplicación de éstos no es válida para valorar empresas que sigan desarrollando su actividad en el futuro, ya que estas técnicas no tienen en cuenta el potencial de las mismas. La única herramienta de valoración empleada por estos métodos es el balance. Por tanto, el valor estático ofrece un valor mínimo de la empresa y nos indica lo mínimo que se podría ofrecer o pedir por ella.

Por otra parte, dentro del análisis previsional destaca especialmente el análisis fundamental y dentro de éste la técnica de los flujos descontados. El valor calculado por este enfoque se centra en dos variables: las expectativas de renta y riesgo que ofrezca la empresa y el mercado o sector para su valoración. De esta manera, el cálculo del valor obtenido por estos métodos va a resultar mucho más subjetivo que los anteriores, ya que este último se apoya en estimaciones. Esta subjetividad se da por una gran variedad de razones, entre las que destacamos:

- La valoración está fundamentada en las expectativas a cerca del proyecto, empresa, sector o mercado que valoremos. Cuanto mayor sea el grado de incertidumbre de estas estimaciones mayor será la subjetividad y más difícil será acercar la utilización de la metodología financiera a la realidad empresarial. Así, la robustez de las expectativas deben estar fundamentadas en el conocimiento y experiencia sobre la empresa, sector o mercado con el que se trabaje.

- Las utilización de las técnicas de valoración no se pueden generalizar, sino que depende del proyecto, empresa, sector, mercado y/o momento del tiempo en el que se esté valorando. Por lo que en ningún

momento debemos intentar buscar una “fórmula mágica”, sino un camino a seguir que nos ayude a valorar cualquier empresa, camino que deberemos cambiar cuando cambien las condiciones.

Así, el analista financiero debe imprimir razonabilidad y objetivizar, en la medida de lo posible, todo el proceso de valoración. Para conseguir tal propósito debemos manejar eficientemente la metodología anteriormente señalada y dejar muy claro los distintos pasos que tenemos que dar en la valoración de la *PYME*; el primero de ellos, la obtención de la información.

#### **4. FASE PREVIA A LA VALORACIÓN: LA OBTENCIÓN DE LA INFORMACIÓN**

Una de las fases más importantes en la valoración es obtener la información, proceso sumamente complicado y muy importante ya que en la fortaleza de la misma residirá la correcta realización o no del trabajo. Sin duda, la valoración precisa de conocimientos amplios de diferentes materias, como la contabilidad, las finanzas, estrategia, fiscalidad, etc... y, a menudo, se ve asociado a procesos jurídicos, lo que demuestra su carácter multidisciplinar. En este punto es muy importante que exista mucha comunicación entre los responsables de la empresa a valorar y el analista financiero, ya que éste último puede desconocer muchos elementos importantes de la empresa a valorar. Los responsables de la empresa, en la medida de lo posible, deben compartir los pilares fundamentales de su empresa y sector de actividad en el que trabajan

Por otra parte, el analista también debe buscar información del sector y los mercados utilizando otras fuentes ajenas a la empresa objeto de valoración. Después de todo esto nos vamos a encontrar con una gran cantidad de información, por lo que lo más práctico será estructurar la misma en distintos niveles de agregación y la utilización de herramientas informáticas, indispensables por el importante volumen de datos que se hace necesario utilizar.

La información conviene agruparla en tres niveles: información macroeconómica, sectorial y la propiamente de la empresa:

- Análisis macroeconómico

Se intenta determinar el posible comportamiento de las variables fundamentales de la economía que pueden influir en la evolución de la empresa objeto de valoración. Destacamos como principales las siguientes: los ciclos económicos, política fiscal y monetaria, análisis de coyuntura, Indicadores de Actividad, Sector exterior, Empleo y salarios, Precios, la evolución previsible del Producto Interior Bruto, PIB, los tipos de interés actuales y tendencias en los próximos años, tasa de inflación y perspectivas de evolución, tipos de cambio de las principales divisas,...

- Entorno sectorial

Una segunda fuente de información debe provenir del análisis del entorno sectorial específico de la empresa a valorar. Ello requerirá el estudio de los diversos índices sectoriales, fundamentalmente estructurales, relativos al balance y cuenta de pérdidas y ganancias. Se hace indispensable conocer:

- La regulación sectorial
- Las prácticas comerciales sectoriales, como el período de pago a proveedores y de cobro a clientes
- Los aspectos contables y fiscales específicos del sector analizado
- Las buenas prácticas en seguros, contabilidad, impuestos,...
- Las financiaciones
- Estudio de la empresa objeto de valoración.

FINANCE MANAGEMENT CHALLENGES

En cuanto a la empresa en concreto se trata de analizar desde diferentes campos con el objetivo de llegar a tener un conocimiento profundo de la realidad empresarial antes de proceder a su valoración. Hemos sistematizado en la siguiente tabla las principales cuestiones sobre las que, en general, debe obtenerse información:

	<b>VARIABLES</b>	<b>OBJETIVO</b>
<b>INFORMACIÓN RELATIVA AL NEGOCIO</b>	<p><b>PRODUCTOS</b> Patentes y marcas, posición en el ciclo de vida, diversificación, precio, calidad, productos sustitutivos, posibles innovaciones,..</p> <p><b>CLIENTES</b> Ámbito geográfico, reputación, tamaño de la demanda, precios aceptados/precios mercado, amplitud de la clientela, plazos de cobro, calidad de la cifra de clientes en balance, rotación, morosidad, ...</p> <p><b>CANALES DE VENTA</b> <i>Ventas en efectivo/a plazo, ayudas a las ventas: publicidad, ferias. Calidad y rendimiento del equipo ventas,...</i></p> <p><b>PROVEEDORES</b> <i>Quiénes son y donde se encuentran, tipo de relaciones, condiciones de pago, cumplimiento de las obligaciones de pago, análisis de la calidad de la cuenta de proveedores en balance.</i></p> <p><b>COMPETENCIA</b> Identificación de las empresas competidoras, sus poderes comerciales y financieros, fortalezas y debilidades, tecnología.</p>	<p>-Verificar el dinamismo comercial y de producción de la empresa y que la competencia permitirá un espacio económico suficientemente amplio para prosperar.</p> <p>-Estos aspectos son los primeros a analizar. Si estos datos no concuerdan no hay más que añadir.</p> <p>- ¿Está el negocio orientado al futuro?</p> <p>- Qué capacidades y habilidades son necesarias para controlar el funcionamiento de los productos y mercados</p>
<b>INFORMACIÓN RESPECTO AL SISTEMA DE PRODUCCIÓN</b>	<p><b>Métodos de producción</b> Localización, elementos intangibles como la visibilidad, accesibilidad, aparcamientos, mobiliario, tablas de depreciación y valores de mercado, vehículos, ventas por internet, páginas web, etc...</p> <p><b>Equipamiento</b> Existencias, productividad, patentes, tecnología, planificación inversión, secretos de producción, mantenimiento, etc...</p>	<p>- Los elementos del negocio existen física y financieramente: * ver, contar, medir, chequear los distintos activos * tablas depreciación, inventarios,..</p> <p>- Capacidades necesarias para gestionar la tecnología del negocio.</p> <p>- Experiencia necesaria para discutir el valor de los activos.</p>

CITIES IN COMPETITION

	<p><b>Stocks y Producción en curso</b>                  Valor de los almacenes, obsolescencia, deterioros, rotación de los inventarios.</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Inversiones necesarias a corto y largo plazo.</li> </ul>
<p><b>INFORMACIÓN RELATIVA A LOS ASPECTOS FINANCIEROS</b></p>	<p><b>Valor de cada uno de los elementos del balance que todavía no han sido valorados:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- activos inmateriales e intangibles</li> <li>- comprobar si están en orden los acreedores institucionales</li> <li>- situación de los accionistas con las cuentas de la empresa</li> </ul> <p>Nivel de endeudamiento</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Deudas a largo, cuadros de amortización, garantías comprometidas, deudas personales de los accionistas...</li> <li>- Recursos propios</li> <li>- Activos del negocio/activos de los propietarios</li> </ul> <p>Fondo de maniobra</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Fondo de maniobra real. Utilización de seguros de crédito, de factoring,... Cálculo del fondo de maniobra necesario.</li> <li>- Créditos a corto plazo bancarios</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Revisar los componentes del balance</li> <li>- Comprender y verificar el balance y cada uno de sus elementos</li> <li>- Ver el futuro del negocio y preparar la negociación del valor intrínseco del negocio</li> </ul>
<p><b>INFORMACIÓN SOBRE LOS BENEFICIOS</b></p>	<p><b>Ventas:</b> estacionalidad, verificación de las ventas, ratio de clientes, descuentos,...</p> <p><b>Margen bruto:</b> variación de stocks, cálculo coste de producción...</p> <p><b>Gastos generales:</b> singularizar costes por accidentes e incidentes, pagos redundantes, deudas incobrables,....</p> <p><b>Casflow bruto antes de intereses</b></p> <p><b>Proyecciones futuras</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Beneficios actuales y futuros</li> <li>- Calcular el valor de la empresa desde la óptica del valor de los beneficios</li> <li>- Analizar la sensibilidad que pueden tener los beneficios ante un cambio de dirección.</li> </ul>
<p><b>INFORMACIÓN SOBRE ASPECTOS JURÍDICOS</b></p>	<p><b>Estatutos sociales</b></p> <p><b>Entorno legal y reglamentario.</b> Impuestos, auditorias,...</p> <p><b>Contratos comerciales</b></p> <p><b>Contratos de ventas</b></p> <p><b>Contratos con las entidades financieras</b></p> <p><b>Seguros</b></p> <p><b>Patentes y licencias</b></p> <p><b>Relaciones de exclusividad</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Revisar los contratos, estatutos y aspectos legales que afecten a la valoración.</li> <li>- Identificar elementos legales que haya que salvar o que puedan representar un obstáculo.</li> <li>- Necesidad de asesoramiento en estos aspectos.</li> </ul>
<p><b>INFORMACIÓN SOBRE ASPECTOS SOCIALES</b></p>	<p><b>Acuerdos sectoriales</b></p> <p><b>Contratos de trabajo</b></p> <p><b>Absentismo, motivación, estabilidad</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Mantenimiento de contratos de trabajo</li> <li>- Analizar la permanencia de los</li> </ul>



		directivos tras el cambio.
--	--	----------------------------

**5. CÓMO VALORAR UNA PYME: EL MÉTODO DE LOS FLUJOS DESCONTADOS**

Según lo visto anteriormente, la metodología más adecuada para valorar una PYME debe encuadrarse en el ámbito del Análisis Fundamental. El Análisis Fundamental valora en función de dos variables siempre presentes en la Teoría y Práctica Financiera: la renta y el riesgo. Estas variables están directamente relacionadas. Así, cuanto mayor es la renta mayor debe ser el riesgo, cuanto menor es el riesgo menor será la renta obtenida, en ningún caso encontraremos momentos donde obtengamos mucha renta y poco riesgo y, lo que es más importante, la labor de un buen analista es evitar situaciones donde obtengamos poca renta a costa de mucho riesgo.

<i>RENTA</i>	<b>ARRIESGADO</b>	<b>CONSERVADOR</b>	<b>NO EXISTE</b>	<b>EVITAR</b>
	+	-	+	-
<i>RIESGO</i>	+	-	-	+

En este marco de trabajo, la labor del analista financiero es identificar claramente estas dos variables. De esta manera, el método más completo y que mejor identifica las situaciones anteriormente señaladas, en el campo del Análisis Fundamental, es el descuento de flujos descontados, que se convierte en el antes y después de esta Teoría.

Por ello, la labor del analista es definir adecuadamente ambas variables. La variable que utilicemos para identificar la renta debe identificarse con el valor, la más adecuada para ello es el Cash Flow Libre, que representa la liquidez que queda disponible en la empresa y que el empresario podrá disponer como quiera de ella sin poner en peligro el equilibrio financiero de la empresa.

Calculo del Cash Flow Libre para la empresa	
+ <i>Beneficio Neto</i>	+ <i>Autofinanciación</i>
+ <i>Amortizaciones</i>	+ <i>Dividendos</i>
CASH FLOW	
	+ <i>Gastos financieros</i>
	- <i>Inversiones (fijo y circulante)</i>
CASH FLOW LIBRE	
<i>Tabla 1</i>	

Por otra parte, el riesgo viene integrado en la tasa de actualización. De esta forma, para que la tasa de actualización sea adecuada debe incluir dos elementos: el riesgo y el coste de oportunidad de la operación. La tasa que refleja mejor refleja esta situación es la definida por la metodología del CAPM.

$$K = R_f + Prima\_Riesgo \otimes \beta_t$$

Finalmente, la función quedaría.

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{FCL_{accionista_t}}{(1+K)^t} + \frac{VC_n}{(1+K)^n}$$

V = Valor de la empresa.

$FCL_{accionista_t}$  = Flujos de caja libres, desde el punto de vista del accionista, para el período t.

$VC_n$  = Valor de continuidad en el momento n.

K = Tasa de actualización.

n = Horizonte previsional de valoración.

## 6. DIFICULTADES PARA APLICAR EL MÉTODO DE LOS FLUJOS DESCONTADOS A LAS PYME

Como hemos visto, las metodologías de valoración de las *PYME* no difieren de las utilizadas en cualquier empresa, ya que los fundamentos de valoración son aplicables a cualquier tipo de organización con independencia de su forma jurídica, tamaño y objetivos. Sin embargo, como hemos señalado anteriormente, conviene tener en cuenta sus características peculiares y las implicaciones que las mismas pueden tener en el proceso valorativo. En general ofrecen problemas en los siguientes aspectos:

- Insuficiente información sobre el pasado de la empresa. Normalmente este tipo de empresas no suelen disponer de información histórica y cuando la tienen puede que haya sido confeccionada con objetivos distintos a los económicos, simplemente para cumplir las obligaciones legales.
- Escasa fiabilidad de la información existente debido en gran parte por la falta de auditorías externas ya que en la mayoría de las ocasiones carecen de obligación sobre ello.
- Inexistencia de proyecciones sobre el futuro. Los informes financieros suelen ser evasivos, tardíos e incluso inexistentes.

Estas circunstancias implican que el analista ha de hacer un gran esfuerzo para suplir la falta de información pasada, reconstruyendo los estados contables y realizando por sí mismo las proyecciones futuras. Además, hay que tener en cuenta la tendencia a no establecer un área clara entre el patrimonio particular y los activos empresariales de la *PYME*, por lo que, a la hora de determinar las variables necesarias para aplicar los diferentes métodos de valoración, habría que distinguir entre:

- Salarios y beneficios del propietario: generalmente el propietario o inversor suele trabajar para la empresa, percibiendo un salario. En la valoración se ha de tener en cuenta la remuneración del capital, ya sea vía revalorización, vía salario, asignación de gastos, utilización de la empresa como patrimonio personal, etc.
- Gastos e ingresos de la empresa y personales: los correspondientes a comidas, carburantes, gastos de viaje, etc. se tienen que depurar al objeto de construir previsiones futuras fiables.
- La inversión y financiación de la empresa y de los propietarios: en las *PYME* es bastante común encontrar que se efectúan inversiones que, al igual que los gastos, mezclan aquellas que son propias de la empresa de las que corresponden a su propietario y gerente. En consecuencia, la deuda empresarial recoge tanto inversiones de la misma como del propietario.

Por otra parte, uno de los elementos más conflictivos a la hora de valorar una PYME es la determinación de la tasa de actualización. Una buena tasa debe incorporar, al menos, dos elementos fundamentales: el riesgo del proyecto y el coste de oportunidad que supone el mismo. La variable que de manera más eficiente incorpora estos elementos es la tasa de mínima de rentabilidad calculada según la metodología del *CAPM* (*Capital Asset Price Model*). Sin embargo, esta técnica exige la utilización de información de mercado, información inexistente para la PYME, como el coeficiente beta, la prima de riesgo, etc. Para intentar solucionar este problema se intenta aproximar las variables del mercado a la problemática de la PYME, como el cálculo de la beta apalancada. Además de lo comentado anteriormente, la tasa de actualización en una PYME debe incorporar otros elementos que no incorporan las empresas que cotizan en Bolsa. Las acciones de la PYME al no tener mercado, deben estar penalizadas por una prima de iliquidez, prima que hace que el valor de la tasa aumente y cuyo cálculo se acuerda previa negociación de las partes, ya que no existe ningún método concreto para el mismo. Por último, señalamos que otro elemento objeto de discordia en muchas negociaciones es el cálculo del valor de continuidad de la empresa, ya que la estimación del mismo es sumamente subjetivo. La manera más razonable de determinar el mismo es la utilización de un ratio PER de la empresa. Esta solución para el caso de una PYME es muy complicada, ya que al no tener mercado hay que buscar un PER asimilado, y esto, la mayor parte de las ocasiones, es muy complicado. De esta manera, de nuevo entra en juego la negociación entre las partes buscando un punto de equilibrio. Así, en ocasiones se suele suponer que a partir de determinada fecha la situación de la empresa, por término medio, va a permanecer constante; o bien, en el caso de los mas optimistas, que dicha situación va a experimentar un crecimiento constante, por término medio.

## BIBLIOGRAFÍA

- ASOCIACIÓN EUROPEA DE CAUCIÓN MUTUA (2004): Ponencias presentadas al Congreso Europeo de Caución Mutua. Oporto.
- CASILDA BÉJAR, R. (1997): "Problemas de financiación de la PYME en España". *Banca & Finanzas*, nº 20.
- COPELAND; KOLLER; MURRIN. (1996): "*Valuation. Measuring and managing the value of companies*". Mc. Kinsey & Company, Inc.
- DAMODARAN, ASWATH. (1996): "*Investmen Valuation*". Tools and techniques for determining. John Wiley & Sons, Inc.
- GARCÍA LÓPEZ, M.J. (1996): "*Las ayudas Estatales, Autonómicas y de la Unión Europea*". Pirámide.
- GARCÍA PÉREZ DE LEMA, D (1997): "*El riesgo financiero de la pequeña y mediana empresa en Europa*". Pirámide.
- ROJO RAMÍREZ, A. (2003): "La valoración de Pymes". Ponencia presentada al Congreso sobre Valoración. Almería.
- RUIZ MARTÍNEZ, R.; JIMÉNEZ NAHARRO, F. (1999): "Antes y después del flujo de caja descontado". *Banca y Finanzas*, Octubre.
- RUIZ MARTÍNEZ, R.; JIMÉNEZ NAHARRO, F. (1999): "¿Qué nos dejó el viejo Análisis Fundamental?". *Boletín de Estudios Económicos*, Deusto. VOL. LIV.