

APÉNDICE 5

VALORACIÓN DE PARTICIPACIONES EN EMPRESAS NO COTIZADAS

1. Métodos recomendados por la Definición Marco

1.1 Introducción

516 El valor de mercado es el principio básico para la valoración de las participaciones en el capital de las empresas. En el caso de las participaciones en empresas cotizadas, la cotización en un mercado organizado ofrece una base adecuada para su valoración. Para las acciones no cotizadas, o cotizadas pero con escasa liquidez, sin embargo, determinar el valor de mercado puede resultar más difícil. En cualquier caso, cuando se produce un cambio sustancial en la posición financiera de una empresa posterior a la fecha de valoración (pero anterior a la fecha de referencia de los datos), puede que sea necesario realizar algún ajuste. A modo de ejemplo, entre estos cambios sustanciales se pueden mencionar una sentencia inesperada en una demanda judicial, un empeoramiento o mejora en la clasificación crediticia, un invento o un descubrimiento minero importante, o la quiebra o bancarrota.

517 Este manual reconoce seis métodos para aproximar el valor de mercado de las participaciones en el capital de empresas no cotizadas.

- Precio de transacción reciente
- Valor contable de los fondos propios (VCFP)
- Valor activo neto (VAN)
 - Incluyendo fondo de comercio e intangibles
 - Excluyendo fondo de comercio e intangibles
- Método de capitalización bursátil
- Valor presente de los beneficios futuros
- Asignación proporcional del valor de mercado del grupo empresarial a las operaciones locales (o prorrateo del valor global)

518 La selección del método depende, principalmente, de la disponibilidad de la información necesaria para su aplicación. En la práctica, se podrían descartar uno o varios de estos métodos debido a la falta de información. Una vez seleccionados los métodos cuya implementación se considere factible, el principal criterio a seguir debería ser la precisión con la que el método aproxima el valor de mercado. Una consideración adicional sería la rigurosidad del método para garantizar el registro simétrico por parte de deudores y acreedores.

519 A continuación, se describe cada método en detalle, explicando lo que es necesario para su implementación y señalando posibles advertencias sobre su uso.

1.2 Precio de transacción reciente

520 Las acciones no cotizadas pueden negociarse ocasionalmente, pudiéndose utilizar los precios más recientes a los que la acción se negoció. El precio de transacción deberá representar un precio acordado entre un comprador y un vendedor independientes, y debidamente interesados, en el que ninguna de las partes se encuentre obligada o coaccionada para participar en la transacción. Es preferible utilizar como referencia las transacciones más recientes y resulta conveniente que la finalmente utilizada haya tenido lugar en el año inmediatamente anterior. Si la transacción más reciente tiene más de un año de antigüedad, los compiladores deberían considerar la posibilidad de buscar un método alternativo.

Implementación: se requiere un precio de transacción competitivo y reciente.

Advertencias: a menudo no se encuentra disponible debido a la escasa frecuencia con la que se negocian las acciones no cotizadas. Cuando se ha utilizado el precio de una transacción para valorar las participaciones en el capital, a medida que la información va quedando desfasada, es preciso disponer de una estrategia para ajustar la valoración siguiendo un método alternativo.

1.3 Valor contable de los fondos propios

521 El método del valor contable de los fondos propios (VCFP) supone la valoración de una empresa atendiendo al valor que figura en sus estados contables de acuerdo con las Normas Internacionales de Contabilidad. El concepto de VCFP se basa en la contabilidad de la empresa de inversión directa y se puede localizar en el balance en la partida de fondos propios (también llamada “accionistas” en algunos casos). La definición del VCFP incluye el capital desembolsado, todo tipo de reservas y el valor neto de las ganancias y pérdidas no distribuidas (incluyendo el resultado del año en curso). Las Normas Internacionales de Contabilidad exigen la actualización de la valoración contable de la mayoría de los activos al menos una vez al año. Si se cuenta con suficiente información, se puede calcular y aplicar un ratio de capitalización (con o sin ajustes por liquidez).

Implementación: este método se puede utilizar en los casos en los que las prácticas contables se ajusten a las Normas Internacionales de Contabilidad y se disponga de acceso a los libros de la empresa de inversión directa.

Advertencias: las Normas Internacionales de Contabilidad no admiten el reconocimiento de ciertos activos intangibles (como marcas, cabeceras de periódicos o revistas, denominaciones editoriales o listas de clientes). El fondo de comercio sólo puede ser adquirido; no se puede generar internamente. Algunos tipos de activos (préstamos, activos en cartera hasta el vencimiento y pasivos no negociables) se pueden valorar por su nominal o por su coste histórico. Esto provoca desviaciones con respecto a la valoración de mercado. El cálculo de ratios de capitalización requiere de mercados bursátiles razonablemente amplios, con elevado volumen de negociación, dicho esto, también es preciso mencionar que la aplicación de ratios de capitalización correctamente calculados permitiría reducir el impacto de otras limitaciones del método.

1.4 Valor activo neto (VAN), incluyendo el fondo de comercio y los intangibles identificados

522 El valor activo neto (VAN) es el valor corriente/de mercado de los activos totales menos el valor de mercado de los pasivos totales (excluyendo el pasivo no exigible o fondos propios de la empresa). De acuerdo con este método, la valoración de todos los activos y pasivos, financieros y no financieros, de la empresa, incluyendo los activos intangibles, se realiza atendiendo a los precios corrientes. La valoración deberá basarse en tasaciones muy recientes, como mucho realizadas en el año anterior. Estas tasaciones pueden ser llevadas a cabo por gerentes o directores expertos de la empresa y/o por tasadores independientes. Si se cuenta con suficiente información (véase el método de capitalización bursátil), se pueden calcular y aplicar ratios de capitalización (con o sin ajustes por liquidez).

Implementación: este método requiere, como mínimo, la valoración del activo y del pasivo por parte de la empresa.

Advertencias: el VAN estimado por una empresa podría excluir algunas clases de activos (como los intangibles) y valorar otros utilizando un método que introduzca desviaciones con respecto al valor corriente de mercado (como el coste histórico o el valor nominal). En la medida en la que las valoraciones sean de poca calidad o se excluyan activos del VAN, este método puede dar lugar a una mala aproximación del valor de mercado y sería más apropiado utilizar otros métodos. El cálculo de ratios de capitalización requiere de un mercado razonablemente amplio y con un elevado volumen de negociación.

1.5 Valor activo neto (VAN), excluyendo el fondo de comercio y los intangibles identificados

523 De acuerdo con este método, la valoración de todos los activos y pasivos, financieros y no financieros, de la empresa, excluyendo los activos intangibles, se realiza atendiendo a los precios corrientes. La valoración deberá basarse en tasaciones muy recientes, como mucho realizadas en el año anterior. Estas tasaciones pueden ser llevadas a cabo por gerentes o directores expertos de la empresa o por tasadores independientes.

524 Nótese que la diferencia entre este método y el inmediatamente anterior es que este método excluye el fondo de comercio y los intangibles, mientras que el anterior los incluye. Cabe señalar que a menudo resulta muy difícil estimar el valor de estos activos. No obstante, se insta a los compiladores, que tengan la posibilidad de hacerlo, a que realicen estimaciones más precisas de las participaciones en empresas no cotizadas incluyendo el fondo de comercio y los intangibles que se hayan identificado. Con esta práctica, mejora la consistencia entre la valoración de las acciones cotizadas (negociadas a precios que incluyen una valoración de los activos intangibles) y la valoración de las no cotizadas.

Implementación: los compiladores para los que no sea posible realizar estimaciones que incluyan el fondo de comercio y los intangibles identificados pueden aplicar este método.

Advertencia: El fondo de comercio y los activos intangibles pueden representar una parte importante, o incluso la mayor parte, del valor corriente de muchas empresas de inversión directa. Esta valoración podría no ser representativa del valor de mercado.

1.6 Método de capitalización bursátil

525 Este método propone el uso de un ratio de capitalización calculado como el valor de capitalización bursátil entre el valor contable de los fondos propios de un mismo conjunto de empresas cotizadas. Para estimar este ratio de capitalización, se pueden utilizar los datos del mercado bursátil de un país específico siempre y cuando el mercado de ese país sea un mercado amplio y el volumen de negociación relativamente elevado, de no ser así, es preferible utilizar índices generales de carácter regional. La estimación del valor de mercado de las participaciones en el capital de las empresas de inversión directa no cotizadas se obtiene multiplicando el valor contable de los fondos propios (propiedad de los accionistas) de las empresas de inversión directa no cotizadas, por el ratio de capitalización [es decir, por el valor de la capitalización bursátil (numerador) entre el valor contable de los fondos propios de las empresas cotizadas (denominador)]. Si para una economía dada, los sectores de actividad de las empresas negociadas en el mercado bursátil no son representativos de los sectores de actividad de las empresas de inversión directa residentes en la misma, entonces, los ratios de capitalización calculados a partir de los datos globales del mercado deberán ajustarse, o bien, alternativamente, deberán calcularse ratios individuales para cada sector de actividad. Para el cálculo de los ratios de capitalización, se puede utilizar el valor en libros de las participaciones calculado teniendo en cuenta un conjunto de normas contables distintas a las Normas Internacionales de Contabilidad—como los principios contables generalmente aceptados de Estados Unidos— siempre que estas normas incluyan los criterios principales de aquellas (como la acumulación de los beneficios reinvertidos; la actualización del valor de los instrumentos financieros a precios corrientes; y la consideración de la depreciación acumulada de plantas y equipos, incluyendo la amortización de activos sin valor).

Implementación: el ejercicio es útil si las empresas cotizadas en el mercado bursátil representan adecuadamente a los sectores de actividad económica nacionales.

Advertencias: algunas empresas de inversión directa residentes no cotizadas y de gran tamaño pudieran representar la mayor parte de un sector de actividad determinado en la economía doméstica. En ese caso, será necesaria una estrategia distinta para estimar de forma más adecuada el valor de mercado de esas empresas. Aparte de esto, se pueden mencionar otras consideraciones con respecto a este método como, por ejemplo, el hecho de que algunos especialistas cuestionen la hipótesis de que pueda utilizarse un mismo ratio para las empresas cotizadas y para las no cotizadas. Las empresas cotizadas, por negociarse en mercados públicos, deben cumplir reglas más estrictas, ofrecer información más detallada para los participantes del mercado, etc. Además, un activo líquido (las acciones cotizadas) puede que tenga un mayor valor solo por el hecho de ser líquido.

1.7 Valor presente / ratio precio entre beneficios

526 El valor de las acciones no cotizadas se puede estimar como el valor presente del flujo esperado de beneficios futuros. El elemento clave de este método consiste en la elección de una tasa de descuento apropiada, que puede inferirse de la tasa de descuento implícita obtenida para las acciones cotizadas y estimando una predicción para los beneficios futuros. En su versión más sencilla, este método puede aproximarse aplicando un ratio precio/beneficios, calculado para el total del mercado o bien por sector de actividad, a los beneficios pasados más recientes (utilizando series estadísticamente corregidas para evitar una elevada volatilidad) de la empresa no cotizada con el objeto de calcular un precio. En este caso, los beneficios futuros se estiman a partir de los beneficios pasados y el ratio precio/beneficios se utiliza como tasa de descuento.

Implementación: este método es más apropiado que otros cuando la disponibilidad de la información contable de balances es escasa y, por el contrario, se accede con facilidad a datos sobre resultados. También requiere una tasa de descuento apropiada o, alternativamente, el cálculo de un ratio, razonablemente amplio, de precio/beneficios.

Advertencias: los beneficios de una empresa pueden ser muy volátiles e, incluso, ser negativos (lo que llevaría a valoraciones negativas de las participaciones en el capital). En consecuencia, si se dispone de información sobre beneficios para un periodo largo, esta serie deberá suavizarse en términos estadísticos. Si sólo se dispone de datos de beneficios para un periodo o si las tasas de descuento o los ratios precio/beneficios se basan en un mercado limitado, es preferible utilizar otros métodos.

1.8 Asignación proporcional del valor del grupo a las operaciones locales (o prorrateo del valor global)

527 Si las participaciones en una empresa dada de inversión directa no cotizan, pero esta pertenece a un grupo empresarial cuyas acciones sí cotizan, se puede calcular el valor corriente de mercado del grupo empresarial y distribuirlo atendiendo a las operaciones que el grupo realice en cada territorio económico en el que esté localizado. El valor corriente de mercado del grupo empresarial deberá basarse en su precio de mercado en la bolsa en la que coticen y la distribución de este valor a cada territorio económico deberá basarse en un indicador adecuado (como ventas, ingreso neto, activos o empleo).

Implementación: es preciso disponer de información acerca del valor de capitalización corriente del grupo empresarial. Por sí solo, este método puede que sólo sea viable para valorar las inversiones en el exterior. También es necesario contar con un indicador que permita comprobar que existe una correlación adecuada entre el resultado obtenido y el valor de mercado y que este indicador se encuentre fácilmente disponible. Esto es más probable que ocurra en grupos empresariales de estructura horizontal.

Advertencias: la falta de correlación entre el valor de mercado de las participaciones y la variable utilizada para distribuir el valor total del grupo puede introducir algunas distorsiones en el resultado, la probabilidad de que esto ocurra es muy elevada cuando la proporción asignada a un territorio económico es pequeña o cuando las actividades que se realizan en los distintos territorios económicos son también distintas. En este caso, sería preferible utilizar otros métodos. Su utilización para valorar las inversiones en el exterior pudiera dar lugar a asimetrías en la comparación de los datos bilaterales.

2. Métodos no recomendados por la Definición Marco

2.1 Descripción general

528 Tal y como se comenta en el Capítulo 5, existen otros métodos de valoración de las participaciones en el capital que, aunque no recomendados por esta *Definición Marco*, puede que sean los únicos que pueda utilizar el compilador teniendo en cuenta la información a su alcance. Entre estos métodos destacan los siguientes:

- Coste histórico o de adquisición
- Acumulación de flujos de acciones y otras participaciones en el capital de inversión directa
- Índice de precios de mercado aplicado a los flujos acumulados de acciones y otras participaciones en el capital de inversión directa

➤ Valor contable o en libros

Estos métodos se describen brevemente a continuación.

2.2 Coste histórico o de adquisición

529 El coste histórico es el coste original de adquisición de una empresa de inversión directa y el coste de adquisición es el coste que originalmente soporta una empresa por la compra de sus principales activos y pasivos. Estos costes, normalmente, se basan en los libros del inversor y puede que no incluyan los beneficios reinvertidos acumulados, las dotaciones del ejercicio por depreciación, los cambios de valor por variaciones en los tipos de cambio de divisas extranjeras o el impacto de otros hechos económicos que hayan podido causar cambios sustanciales en el valor de las empresas de inversión directa desde el momento de su establecimiento o adquisición inicial.

2.3 Acumulación de flujos de acciones y otras participaciones en el capital de inversión directa

530 La compilación de las posiciones de capital de inversión directa pudiera realizarse acumulando (o sumando) los flujos de acciones y otras participaciones de inversión directa y, quizá, ajustando este importe por las variaciones en los tipos de cambio de monedas extranjeras. No se recomienda la utilización de este método para la estimación de las rúbricas principales. Este método no tiene en cuenta los beneficios reinvertidos acumulados, la depreciación de los activos fijos, las ganancias y pérdidas de posesión de las empresas de inversión directa ni otros factores que, a menudo, tendrán un impacto sustancial en el valor corriente de las participaciones en el capital de las empresas de inversión directa.

2.4 Índice de precios de mercado aplicado a los flujos acumulados de acciones y otras participaciones en el capital de inversión directa

531 La compilación de las posiciones de capital de inversión directa pudiera también realizarse acumulando flujos de acciones y otras participaciones de capital de inversión directa, adecuadamente ajustados para reflejar variaciones en los tipos de cambio de divisas extranjeras, y luego aplicando a este importe las variaciones de un índice de precios de un mercado de valores relacionado. Siguiendo este método, sería preciso utilizar índices de precios de mercado correspondientes a países grandes o regiones extensas para aplicarlos a los datos de posición. Es posible utilizar índices de precios de un país específico cuando los mercados de ese país sean amplios y el volumen de negociación en los mismos elevado; si este no es el caso, sería preferible utilizar índices de carácter regional.

532 Este método es muy similar al de "acumulación de flujos de acciones y otras participaciones de inversión directa" excepto por el hecho de incluir un ajuste para reflejar variaciones en índices de precios del mercado de valores. No se recomienda la utilización de este método para la estimación de las rúbricas principales. Este método no tiene en cuenta la depreciación de los activos fijos, las ganancias o pérdidas de posesión de las empresas de inversión directa y otros factores que, a menudo, tendrán un impacto sustancial en el valor corriente de las participaciones en el capital de las empresas de inversión directa. (Este método, en principio, si considera, en cierta medida, los beneficios reinvertidos acumulados, ya que un índice de precios del mercado de valores tenderá a aumentar debido a la reinversión de beneficios por parte de las empresas incluidas en el índice. Sin embargo, los beneficios totales y los reinvertidos de las empresas incluidas en el índice pudieran tener una escasa correlación con los beneficios totales y con los reinvertidos de las empresas de inversión directa).

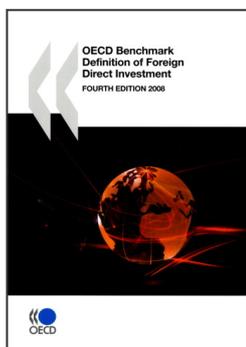
2.5 Valor contable o valor en libros

533 El valor contable o valor en libros es un término general que abarca toda una variedad de métodos contables. Se refiere a valores que aparecen en los estados contables de una empresa. Puede referirse a valores en los libros de los inversores directos o de las empresas de inversión directa. De hecho, con frecuencia, el término se utiliza de forma que puede referirse a cualquiera de los métodos de valoración que se describen en esta sección, independientemente de que se recomienden o no para la valoración de las rúbricas principales.

534 Para los países que utilizan el valor en libros como criterio básico de valoración, la *Definición Marco* recomienda que sean los libros de la empresa de inversión directa los que se utilicen como punto de partida en la estimación. Solo es posible realizar comparaciones internacionales de datos bilaterales de resultados y posiciones de inversión directa, si tanto el país emisor, como el país receptor de la inversión, utilizan el mismo conjunto de libros para obtener sus estimaciones del valor de mercado.

535 Los libros de la empresa de inversión directa ofrecen, normalmente, más información que los libros del inversor directo. Esto se debe a que, en la mayoría de los países, la normativa fiscal y contable requiere que los libros de las empresas reflejen tanto los resultados totales del ejercicio corriente, como los beneficios reinvertidos. Por el contrario, los libros de los inversores directos puede que no reflejen los resultados corrientes ni los beneficios reinvertidos de sus empresas de inversión directa, especialmente en los casos en los que la participación sea inferior al 20% (con frecuencia estas inversiones se llevan al coste en los libros del inversor).

N



From:
**OECD Benchmark Definition of Foreign Direct
Investment 2008**
Fourth Edition

Access the complete publication at:
<https://doi.org/10.1787/9789264045743-en>

Please cite this chapter as:

OECD (2011), "Apéndice 5. Valoración de participaciones en empresas no cotizadas", in *OECD Benchmark Definition of Foreign Direct Investment 2008: Fourth Edition*, OECD Publishing, Paris.

DOI: <https://doi.org/10.1787/9789264094475-15-es>

El presente trabajo se publica bajo la responsabilidad del Secretario General de la OCDE. Las opiniones expresadas y los argumentos utilizados en el mismo no reflejan necesariamente el punto de vista oficial de los países miembros de la OCDE.

This document and any map included herein are without prejudice to the status of or sovereignty over any territory, to the delimitation of international frontiers and boundaries and to the name of any territory, city or area.

You can copy, download or print OECD content for your own use, and you can include excerpts from OECD publications, databases and multimedia products in your own documents, presentations, blogs, websites and teaching materials, provided that suitable acknowledgment of OECD as source and copyright owner is given. All requests for public or commercial use and translation rights should be submitted to rights@oecd.org. Requests for permission to photocopy portions of this material for public or commercial use shall be addressed directly to the Copyright Clearance Center (CCC) at info@copyright.com or the Centre français d'exploitation du droit de copie (CFC) at contact@cfcopies.com.