

Alfonso Rojo
Ramírez
*Profesor
de Contabilidad
de la Universidad
Autónoma de Madrid*

SUPUESTO SOBRE VALORACION DE EMPRESAS

LA empresa RORAL, S. A., creada en 1966, y cuyo objeto social es la fabricación y venta de artículos de gran consumo, es objeto de valoración con vista a la adquisición por la empresa ITA, S. A.

La empresa RORAL, S. A., es una empresa española con dos centros de producción, uno en Altea (Alicante), que emplea a 200 personas, y otro en Gandía (Valencia), que emplea a 120 personas, además de la sede social ubicada en Valencia, que emplea a 40 personas.

La comercialización de sus productos se efectúa en España a través de mayoristas y en el extranjero (10 por 100 de su cifra de ventas) a través de intermediarios importadores.

Por su parte, ITA, S. A., es otra empresa española, medianamente di-

versificada, que ha considerado ampliar su gama de productos a los fabricados por RORAL, S. A., aprovechando las buenas circunstancias por las que atraviesa (buena liquidez, mercado en expansión). ITA, S. A., intenta llegar a un acuerdo con RORAL, S. A., sobre el valor de ésta, para lo cual se contrata a un experto sobre valoración.

Los datos más relevantes de RORAL, S. A., son los que se muestran a través de los Estados Contables comparados (ver Anexos I, II, III y IV) de los tres últimos años de acuerdo con la IV Directiva de la C.E.E. y el Anexo a dichos Estados.

Se incluye, también, el presupuesto de la Cuenta de Resultados para 1986.

Al efecto de llevar a cabo la valoración y la aplicación de los dis-

tintos métodos valorativos, el experto evaluador, tras los estudios pertinentes y las consultas adecuadas, dispone de la siguiente información adicional:

1. Los gastos de estudio de la ampliación del equipo informático se ha considerado que deben ser capitalizados por el importe total incurrido, al margen de su amortización, debiendo de amortizarse a partir del 86 en cuatro años.

2. El fondo de comercio no se considera a efectos de valoración, de acuerdo con los criterios al uso (sólo por traspaso).

3. La patente se considera carente de valor de acuerdo con los criterios al uso (no se pueden realizar sin ruptura en la continuidad de la empresa).

4. El valor del metro cuadrado (m^2) de suelo en Altea y Valencia es de 130 u.m. y de 100 u.m. en Gandía. Se considera que de dicho precio hay que deducir un 30 por 100 para los terrenos edificados por derribo y puesta a punto del solar.

Se considera que los gastos de cesión de los terrenos de Altea, así como los impuestos, se elevarán a 20.000 u.m.

5. El índice del coste de la construcción en el cuarto trimestre de 1976 fue de 226, y en el cuarto trimestre de 1985, de 548.

Según los expertos el valor de construcción del m^2 , excluido el suelo, es, en la actualidad, de 1.000

u.m./ m^2 y de 1.400 u.m./ m^2 para fábrica y edificios, respectivamente.

En concreto:

- para la fábrica de Altea y las oficinas de Valencia se considera una pérdida de valor del 20 por 100 de los edificios;
- para la fábrica de Gandía se considera como valor adecuado 2.000.000 u.m. al ser de reciente creación.

6. A las casas de los trabajadores se les asigna un precio unitario, incluido el suelo, de 150.000 u.m., netas de impuestos, por considerarse ajenas a la explotación.

7. La maquinaria y utillaje tras su análisis y aplicación de coeficientes de gabinetes de expertos se ha llegado a un valor para las mismas de 2.195.000 u.m., considerándose que ciertos elementos valorados en 150.000 u.m. no son utilizables por la empresa, siendo su valor estimado de realización, después de impuestos, de 80.000 u.m.

8. Los elementos de transporte, según los índices al uso, se valoran en 180.000 u.m.

9. El mobiliario, bajo iguales criterios que la maquinaria, se valora en 210.000 u.m.

10. Las instalaciones y arreglos se han incorporado al valor de los edificios.

11. El valor de transacción de los títulos de R en una reciente operación ha sido de 105 u.m. No obsta-

te, el valor útil estimado para RORAL, S. A., es de 115 u.m.

12. La tasa de mercado (coste de los recursos ajenos) en la actualidad es del 12,5 por 100.

13. Las existencias se consideran, al igual que los anticipos, créditos, efectivo y ajustes por periodificación correctamente valoradas en contabilidad.

14. Las provisiones para riesgos y cargas se suponen excesivas. El riesgo real se estima en 300.000 u.m.

15. Las deudas financieras con el extranjero se consideran adecuadamente valoradas, al igual que el resto de las deudas a corto plazo y los ajustes por periodificación.

16. El índice de precios al «por menor» en base a 1976 es el siguiente:

— 1983	183,2
— 1984	199,8

— 1985	221,3
— 1986	245,0 (previsto)

17. A efectos del cálculo del resultado corriente de la empresa los distintos años se ponderan como sigue:

— 1983	1
— 1984	2
— 1985	3
— 1986	2

18. Las amortizaciones de 1985 recalculadas en función de la utilidad de los distintos elementos amortizables y su vida económica estimada es de 752.000 u.m. (incluida la del bien arrendado).

19. De las provisiones dotadas para clientes y existencias en el ejercicio 1983 existen algunas de carácter fiscal por importe de 200.000 u.m.

ANEXO I

BALANCES COMPARADOS DE RORAL, S. A.

(en miles de u.m.)
(según modelo de la C.E.E.)

ACTIVO	31/XII/83	31/XII/84	31/XII/85
GASTOS DE ESTABLECIMIENTO	0	0	40
• Gastos de establecimiento	75	125	105
— Saneamiento	(75)	(125)	(105)
• Gastos de investigación y desarrollo	—	—	80
— Amortización	—	—	(40)

INMOVILIZADO INMATERIAL	648	648	648
● Fondo de comercio	648	648	648
INMOVILIZADO MATERIAL	6.861	6.885	6.981
● Terrenos	315	315	315
● Edificios	6.148	6.148	6.148
● Otro Inmovilizado	8.432	8.549	9.134
— Amortización	(8.034)	(8.127)	(8.616)
INMOVILIZADO FINANCIERO	312	791	791
TOTAL INMOVILIZADO	7.821	8.324	8.460
EXISTENCIAS	12.952	13.114	13.938
● Materias primas y consumibles	2.837	3.028	3.582
● Productos en curso	3.128	3.431	3.372
● Productos acabados	7.631	7.179	7.566
— Provisiones por depreciación	(644)	(524)	(582)
● Anticipos a proveedores	—	—	62
CRÉDITOS	8.194	8.819	11.855
● De venta y prestación de servicios	7.936	8.427	11.195
● Otros créditos	258	392	660
● Valores mobiliarios	—	—	50
● Disponibilidades	224	834	1.502
— Bancos	149	751	1.388
— Caja	75	83	114
● Ajustes por periodificación	255	275	303
TOTAL ACTIVO CIRCULANTE	21.625	23.042	27.710
TOTAL ACTIVO	29.446	31.366	36.170

ANEXO II

BALANCES COMPARADOS DE RORAL, S. A.
(en miles de u.m.)
(según modelo de la C.E.E.)

PASIVO	31/XII/83	31/XII/84	31/XII/85
● Capital	4.000	4.000	5.000
● Reservas	3.365	5.783	6.709
● Remanente	120	110	220
● Resultado neto del ejercicio	3.058	2.686	3.739
Provisiones legales	1.825	1.825	1.825
CAPITALES PROPIOS	12.368	14.404	17.493
● Provisiones para riesgos y cargas	—	524	524
PROV. PARA RIESGOS Y CARGAS	—	524	524
DEUDAS FINANCIERAS	5.378	3.824	4.770
● Empréstitos	0	0	2.000
● Deudas con establecimientos de crédito	2.350	2.021	1.770
● Deudas financieras diversas:			
— cuentas corrientes asociadas	2.052	830	648
— Bancos	829	543	0
— Otras	147	430	352
DEUDAS DE EXPLOTACIÓN	11.579	12.027	12.833
● por compra y prestación de servicios	8.652	8.592	9.704
● Deudas fiscales y sociales	2.927	3.435	3.129
DEUDAS DIVERSAS	—	587	550
● Deudas por compra inmovilizado	121	553	390
● Ajustes por periodificación	—	34	160
DEUDAS	17.078	16.438	18.153
TOTAL PASIVO	29.446	31.366	36.170

ANEXO III

ESTADO DE RESULTADOS DE RORAL, S. A.
(en miles de u.m.)

	1983	1984	1985	1986
• Ventas netas	55.427	62.933	68.525	78.125
• Variación existencias (Prod. en Curso y Terminados)	528	(149)	328	450
• Otros ingresos explotación	434	582	749	800
INGRESOS TÍPICOS DE EXPLOTACIÓN	56.389	63.366	69.602	79.375
• Consumos de materias primas y consu- mibles	— 25.046	— 28.162	— 31.548	— 36.106
• Gastos de fabricación	— 14.945	— 16.929	— 17.862	— 20.037
• Transportes de ventas	— 730	— 760	— 974	— 1.100
• Otros gastos comerciales	— 3.511	— 3.885	— 4.107	— 4.760
GASTOS TÍPICOS DE EXPLOTACIÓN	— 44.232	— 49.736	— 54.491	— 62.003
MARGEN BRUTO	12.157	13.630	15.111	17.372
• Cargas de estructura	— 4.348	— 5.045	— 5.426	— 5.954
• Dotación a las amortizaciones	— 525	— 592	— 637	— 662
• Provisiones de clientes y existencias (va- riación)	— 597	— 328	— 131	— 400
RESULTADO DE EXPLOTACIÓN	6.687	7.665	8.917	10.356
INGRESOS FINANCIEROS	25	38	54	50
• Intereses de obligaciones y préstamos.	— 205	— 195	— 170	— 390
• Gastos financieros de cuentas corrien- tes asociadas	— 253	— 179	— 102	— 150
• Gastos financieros de la financiación a corto	— 708	— 993	— 987	— 955
GASTOS FINANCIEROS	— 1.166	— 1.367	— 1.259	— 1.495
RESULTADO FINANCIERO	— 1.141	— 1.329	— 1.205	— 1.445

● Provisión para inflación (variación) ...	— 224	—	—	—
● Ingresos excepcionales	5	28	4	—
● Gastos excepcionales	— 190	— 5	— 72	—
● Provisión para riesgos	—	— 524	—	—
RESULTADO EXCEPCIONAL	— 409	— 501	— 68	—
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	5.137	5.835	7.644	8.911
● Impuesto sobre beneficios	— 2.079	— 3.149	— 3.905	— 4.546
RESULTADO NETO CONTABLE	3.058	2.686	3.739	4.365
● Dividendo neto	650	650	750	850

ANEXO IV (*)

ANEXO A LOS ESTADOS CONTABLES DE RORAL, S. A.,
AL 31/XII/1985

I. GASTOS DE ESTABLECIMIENTO

Está formada por las siguientes cuentas:

1. *Ampliación de capital* (1985).—20.000 u.m. saneadas íntegramente en ese ejercicio.
2. *Gastos de emisión de obligaciones* (1985).—85.000 u.m. saneadas íntegramente en ese ejercicio.
3. *Gastos de estudio de ampliación del sistema informático* para el ejercicio 1986.—80.000 u.m. amortizados en 40.000 u.m. durante este ejercicio.

II. INMOVILIZADO INMATERIAL

Recoge las siguientes partidas:

1. *Fondo de comercio*.—Aportación efectuada por el fundador de la sociedad (648.000 u.m.).
2. *Patente internacional* de la empresa explotada durante cuatro años (no tiene asignado ningún valor).

(*) Los valores entre paréntesis hacen referencia al valor contable.

III. INMOVILIZADO MATERIAL

Su desglose es el siguiente:

III.1. TERRENOS

1. *Terrenos de Altea*.—1.000 m² adquiridos en 1966 que no se encuentran construidos ni utilizados (16.000 u.m.).
—9.000 m² correspondientes a la fábrica y dependencias (149.000 u.m.).
2. *Terrenos de Gandía*.—4.000 m² correspondientes a la fábrica y dependencias (80.000 u.m.).
3. *Terrenos de Valencia*.—500 m² de la sede social en Valencia (20.000 u.m.).

III.2. EDIFICIOS

1. *Edificios de Altea*.—Fábrica construida en 1976 sobre una superficie de 8.000 m² (+1.000 m² de espacios libres). Consta de una sola planta (3.240.000 u.m.). Amortización acumulada, 1.266.000 u.m.
2. *Edificio de Gandía*.—Fábrica de reciente construcción sobre una superficie de 3.000 m². De una sola planta (2.024.000 u.m.). Amortizada en 80.000 u.m.
3. *Sede social de Valencia*.—Adquirida en 1976 sobre una superficie de 500 m². Dos plantas (704.000 u.m.). Amortizada en 176.000 u.m.
4. *Casas para los trabajadores en Altea*.—Tres casas (180.000 u.m.). Amortizadas en 40.000 u.m.

III.3. OTRO INMOVILIZADO

1. *Maquinaria y utillaje* (6.230.000 u.m.) amortizada en 4.736.000 u.m.

La empresa tiene en arrendamiento financiero maquinaria desde el 1/I/1984 con las siguientes características:

— Precio factura antes de impuestos	330.000 u.m.
— Cuota de arrendamientos (5 años)	100.000 u.m.
— Valor residual (opción de compra)	10.000 u.m.
— Valor de reposición	360.000 u.m.
— Valor de utilización	260.000 u.m.

2. *Elementos de transporte* (750.000 u.m.) amortizada en 622.000 u.m.
3. *Mobiliario y material de oficina* (956.000 u.m.) amortizado en 826.000 u.m.
4. *Instalaciones y arreglos* (1.198.000 u.m.) amortizadas en 870.000 u.m. Recogen fundamentalmente instalaciones eléctricas, calefacción, etc.

IV. INMOVILIZADO FINANCIERO

Su desglose es el siguiente:

1. *Títulos de control*.—2.000 acciones de la sociedad R (40% del capital) (200.000 u.m.). RORAL, S. A., está representada en el Consejo de Administración. La actividad de R es complementaria con la de RORAL, S. A.
2. *Préstamo concedido a R* en diciembre de 1985 con vencimiento en diciembre de 1989. Tipo de interés, 10% pagadero al vencimiento (450.000 u.m.).
3. *Depósitos y fianzas* (141.000 u.m.). Recogen dos fianzas, una de 90.000 u.m. recuperable en 1995, y otra de 51.000 u.m. recuperable en 1992.

V. EXISTENCIAS

La empresa sigue el criterio valorativo *PEPS* de manera homogénea.

VI. ANTICIPOS A PROVEEDORES

Relativos a pedidos en curso que tendrán entrada en 1986.

VII. CREDITOS

Hay que tener en cuenta que:

1. Los derivados de *venta y prestación de servicios* incluyen los efectos comerciales (3.154.000 u.m.). Las provisiones ascienden a 437.000 u.m.
2. Los *efectos descontados y no vencidos* ascienden al 31/XII de 1985 a 5.492.000 u.m. Tasa de descuento que soporta la empresa: 13%.
3. La cuenta *Otros créditos* recoge el I.V.A.

VIII. VALORES MOBILIARIOS

Recoge 400 acciones cotizadas en bolsa cuyo valor actual de cotización (31/XII/1985) es de 130 u.m.

IX. PROVISIONES PARA RIESGOS Y CARGAS

Recoge la provisión para pago fiscal derivada de una inspección realizada en 1984 y recurrida ante el Tribunal correspondiente.

X. DEUDAS

Se incluyen:

1. *Empréstito*.—Emitido en noviembre de 1985 al 12,5% para reembolsar en 15 años mediante anualidades constantes a partir de noviembre de 1986. Anualidad: 302.000 u.m. Cuantía a reembolsar del nominal en 1986, 52.000 u.m.
2. *Préstamos con establecimientos de crédito*:

— *Préstamo 1979*:

- Cuantía prestada: 1.000.000 u.m.
- Duración: 10 años.
- Tasa de interés: 8%.
- Anualidad constante de 149.000 u.m.
- Primera anualidad: diciembre de 1980.
- Reembolso en 1986: 110.000 u.m.
- Resto: 384.000 u.m.

— *Préstamo 1981*:

- Cuantía prestada: 1.800.000 u.m.
- Duración: 10 años.
- Tasa de interés: 10%.
- Anualidad constante de 293.000 u.m.
- Primera anualidad: diciembre de 1982.
- Reembolso en 1986: 165.000 u.m.
- Resto: 1.111.000 u.m.

— *Deudas financieras diversas*:

- Las cuentas corrientes asociadas generan un interés del 12,5%.
- La partida «Otras» recoge obligaciones de pago con el extranjero con una tasa de interés del 13%.

XI. DEUDAS POR COMPRAS
Y PRESTACION DE SERVICIOS

Recoge:

1. *Proveedores y efectos a pagar* por 8.920.000 u.m.
2. *Otros gastos a pagar* por 748.000 u.m.

Todos inferiores a un año.

XII. DEUDAS SOCIALES Y FISCALES

Incluye:

1. *Impuesto sobre sociedades:*

— Del ejercicio 1985 (3.905.000 u.m.).

— Del ejercicio 1986 (2.834.000 u.m.).

2. *I.V.A.* (855.000 u.m.).3. *Deudas sociales* (comprendidas las provisiones para despidos, vacaciones, etcétera) (1.203.000 u.m.).

XIII. CAPITAL SOCIAL

Está formado por 50.000 acciones de 100 u.m. por acción.

SOLUCION AL SUPUESTO SOBRE VALORACION

1. *Cálculo de los distintos elementos activos y pasivos a valores corrientes*

ELEMENTOS DE ACTIVO

I. GASTOS DE ESTABLECIMIENTO

De acuerdo con el Punto 1 y el Anexo a los Estados contables (I), sólo los estudios de ampliación del sistema informático (gastos de investigación) se activan por el importe total incurrido, o sea, 80.000 u.m.

II. INMOVILIZADO INMATERIAL

De acuerdo con los Puntos 2 y 3 y Anexo (II) dichos elementos care-

cen de valor para el objeto perseguido.

III. INMOVILIZADO MATERIAL

Véanse los datos en los Puntos 4 (Terrenos), Puntos 5 y 6 (Edificios), Punto 7 (Maquinaria), Punto 8 (Elementos Transporte), Punto 9 (Mobiliario) y Punto 10 (Instalaciones), así como en el Anexo (III):

III.1. Terrenos

— Terrenos de Altea:

- no construido: $1.000 \text{ m}^2 \cdot 130 \text{ u.m./m}^2 \dots \dots \dots = 130.000 \text{ u.m.}$
- Impuestos y gastos de cesión $\dots \dots \dots = (20.000) \text{ u.m.}$

Valor asignado (ajeno explotación) $\dots \dots \dots = 110.000 \text{ u.m.}$

- fábrica: $9.000 \text{ m}^2 \cdot 130 \text{ u.m./m}^2 \dots \dots \dots = 1.170.000 \text{ u.m.}$
- gastos derribo ($0.3 \cdot 1.170.000 \text{ u.m.}$) $\dots \dots \dots = (351.000) \text{ u.m.}$

Valor asignado (explotación) $\dots \dots \dots = 819.000 \text{ u.m.}$

- casas de los trabajadores: se incorporan a los edificios según Punto 6 del enunciado.

— Terrenos de Gandía:

- fábrica: $4.000 \text{ m}^2 \cdot 100 \text{ u.m./m}^2 \dots \dots \dots = 400.000 \text{ u.m.}$
- gastos derribo ($0.3 \cdot 400.000 \text{ u.m.}$) $\dots \dots \dots = (120.000) \text{ u.m.}$

Valor asignado (explotación) $\dots \dots \dots = 280.000 \text{ u.m.}$

— Terrenos de Valencia:

- sede social: $500 \text{ m}^2 \cdot 130 \text{ u.m./m}^2 \dots \dots \dots = 65.000 \text{ u.m.}$
- gastos derribo ($0.3 \cdot 65.000 \text{ u.m.}$) $\dots \dots \dots = (19.500) \text{ u.m.}$

Valor asignado (explotación) $\dots \dots \dots = 45.500 \text{ u.m.}$

Total valor de los terrenos:

- Fábrica de Altea $\dots \dots \dots = 819.000 \text{ u.m.}$
- Fábrica de Gandía $\dots \dots \dots = 280.000 \text{ u.m.}$
- Sede social de Valencia $\dots \dots \dots = 45.500 \text{ u.m.}$

Total afecto a la explotación $\dots \dots \dots = 1.144.500 \text{ u.m.}$

No afecto a la explotación $\dots \dots \dots = 110.000 \text{ u.m.}$
(Altea)

III.2. Edificios

— Edificios de Altea:

- Fábrica:

$8.000 \text{ m}^2 \cdot 1.000 \text{ u.m./m}^2 \dots \dots \dots = 8.000.000 \text{ u.m.}$

— reducción por vejez ($0.2 \cdot 8.000.000$) $\dots \dots \dots = (1.600.000) \text{ u.m.}$

Valor actual según expertos $\dots \dots \dots = 6.400.000 \text{ u.m.}$

3.240.000 u.m. · $\frac{548}{226}$	=	7.856.300 u.m.
— reducción por vejez (0.2 · 7.856.300)	=	(1.571.300) u.m.
Valor actual indicado	=	6.285.000 u.m.

Tomaremos el más bajo por prudencia valorativa.

- Casas de los trabajadores:
3 casas · 150.000 u.m./casa (Punto 6) = 450.000 u.m.

— Edificio de Gandía:

- Fábrica por ser de reciente construcción se valora en 2.000.000 u.m.

— Sede social de Valencia:

- 1.000 m² · 1.400 u.m./m² = 1.400.000 u.m.
(500 m² · 2 plantas)
- deducción por vejez (0.2 · 1.400.000) = (280.000) u.m.

Valor actual según expertos = 1.120.000 u.m.

- 704.000 · $\frac{548}{226}$ = 1.707.000 u.m.
- deducción por vejez (0.2 · 1.707.000) = (341.400) u.m.

Valor actual indicado = 1.365.600 u.m.

Total valor de los edificios:

— Fábrica de Altea	6.285.000 u.m.
— Fábrica de Gandía	2.000.000 u.m.
— Sede social de Valencia	1.120.000 u.m.
<i>Total afecto a la explotación</i>	9.405.000 u.m.
<i>No afecto a la explotación</i>	450.000 u.m.
(Casas Altea)	

III.3. Otro inmovilizado

— Maquinaria y utillaje:

- Según Punto 7 del enunciado = 2.195.000 u.m.
- Ajeno a la explotación = (150.000) u.m.

Valor asignado a la explotación = 2.045.000 u.m.

Valor asignado a los elementos ajenos a la explotación ... = 80.000 u.m.

— Resto de los elementos. Según Puntos 8, 9 y 10 y Anexo (III.3.2.3.4.).

- Elementos de Transporte = 180.000 u.m.
- Mobiliarios y Mat. Oficina = 210.000 u.m.
- Instalaciones y arreglos = se incorporan a los edificios

Total valor otro inmovilizado:

— Maquinaria 2.045.000 u.m.
 — Elementos de Transporte 180.000 u.m.
 — Mobiliario 210.000 u.m.

Total afecto a la explotación 2.435.000 u.m.

No afecto a la explotación 80.000 u.m.
 (Maquinaria)

IV. INMOVILIZADO FINANCIERO

Ver Puntos 11 y 12, así como Anexo (IV).

— Títulos de control:

- Valor de mercado: 2.000 acc. · 105 u.m./acc. = 210.000 u.m.
- Valor de uso: 2.000 acc. · 115 u.m./acc. = 230.000 u.m.

Por el carácter de la inversión se toma el valor de uso.

— Préstamo concedido a R.

Como el préstamo genera un interés del 10% (Anexo IV.2) se produce una pérdida del 2,5%, dado que la tasa actual de mercado es del 12,5% (Punto 12).

$$\text{Valor actual} = 450.000 \text{ u.m.} \cdot \frac{(1+0,1)^4}{(1+0,125)^4} = 411.300 \text{ u.m.}$$

— Depósitos y fianzas.

- Fianza con vencimiento en 1995:

$$\text{Valor actual} = 90.000 \text{ u.m.} \cdot (1+0,125)^{-10} \dots \dots \dots = 27.700 \text{ u.m.}$$

- Fianza con vencimiento en 1992:

$$\text{Valor actual} = 51.000 \text{ u.m.} \cdot (1+0,125)^{-7} \dots \dots \dots = 22.300 \text{ u.m.}$$

$$\text{Valor asignado} \dots \dots \dots = 50.000 \text{ u.m.}$$

Total valor inmovilizado financiero:

— Títulos de control	230.000 u.m.
— Préstamos concedidos	411.300 u.m.
— Depósitos y fianzas	50.000 u.m.
<i>Total afecto a la explotación</i>	<i>691.300 u.m.</i>

V. EXISTENCIAS, ANTICIPOS, CRÉDITOS, DISPONIBILIDADES Y AJUSTES POR PERIODIFICACIÓN

De acuerdo con el Punto 13 se considera que los valores contables recogen adecuadamente la realidad.

VI. VALORES MOBILIARIOS

— Títulos cotizados en Bolsa (Anexo VIII).	
• 400 acc. · 130 u.m./acc.	= 52.000 u.m.

ELEMENTOS DE PASIVO

VII. CAPITALES PROPIOS

Los recursos pertenecientes a los propietarios han de verse modificados como consecuencia de las variaciones experimentadas por los distintos elementos activos y los pasivos exigibles.

En concreto, el «Resultado Neto del Ejercicio» ha de ser disminuido por la cuantía comprometida por RORAL, S. A., con los accionistas en concepto de dividendo, o sea, 750.000 u.m.

— Empréstito.

Dado que ha sido emitido al 12,5%, tasa coincidente con la de mercado, no se producen ni beneficios ni pérdidas por la tenencia de este pasivo. Cuantía = 2.000.000 u.m.

VIII. PROVISIONES PARA RIESGOS Y CARGAS

De acuerdo con el Punto 14 y Anexo (IX) el riesgo real estimado es de 300.000 u.m.

IX. DEUDAS

IX.1. Deudas financieras

Habrà de tenerse en cuenta Anexo (X) y Puntos 12 y 15.

— Préstamos con entidades financieras.

- Préstamo 1979 (8%). Devolución en 1989: Período pendiente: 1986-89, o sea 4 años. Cuantía a pagar cada año: la anualidad de = 149.000 u.m.

$$\text{Valor actual} = 149.000 \cdot \frac{1 - (1 + 0,125)^{-4}}{0,125} = 447.800 \text{ u.m.}$$

- Préstamo 1981 (10%). Devolución en 1991: Período pendiente: 1986-91, o sea, 6 años. Cuantía a pagar cada año: la anualidad de = 293.000 u.m.

$$\text{Valor actual} = 293.000 \cdot \frac{1 - (1 + 0,125)^{-6}}{0,125} = 1.187.800 \text{ u.m.}$$

— Deudas financieras diversas.

Se consideran adecuadamente valoradas al ser la tasa de interés igual a la de mercado o superior.

Total deudas financieras:

— Empréstito	2.000.000 u.m.
— Préstamos	1.635.600 u.m.
— Deudas financieras diversas	1.000.000 u.m.
<i>Total afecto a la explotación</i>	<i>4.635.600 u.m.</i>

XI.2. Resto de las deudas

Se considera que los valores contables reflejan adecuadamente la realidad (Punto 15).

— Deudas de explotación	12.833.000 u.m.
— Deudas diversas	1.300.000 u.m.
Se recoge aquí el compromiso asumido con los accionistas por.	750.000 u.m.

2. *Balance de RORAL, S. A., al 31/XII/1987 a valores históricos y corregidos*

ACTIVO
(en miles)

	VALOR CONTABLE		VALOR CORREGIDO	
	Bruto	Amort.	Explot.	Aj. Ex
GASTOS DE ESTABLECIMIENTO	185	145	80	—
• Gastos de establecimiento	105	105	—	—
• Gastos de investigación y desarrollo ...	80	40	80	—
INMOVILIZADO INMATERIAL	648	0	—	—
• Fondo de comercio	648	0	—	—
INMOVILIZADO MATERIAL	15.597	8.616	12.984,5	640
• Terrenos	315	—	1.144,5	110
• Edificios	6.148	1.562	9.405	450
• Otro Inmovilizado	9.134	7.054	2.435	80
INMOVILIZADO FINANCIERO	791	—	691,3	—
EXISTENCIAS	14.520	582	13.938	—
ANTICIPOS A PROVEEDORES	62	—	62	—
CREDITOS	12.292	437	11.855	—
VALORES MOBILIARIOS	50	—	52	—
DISPONIBILIDADES	1.502	—	1.502	—
AJUSTES POR PERIODIFICACION	303	—	303	—
TOTAL ACTIVO	45.950	9.780	41.467,8	640

PASIVO EXIGIBLE
(en miles)

	VALOR CONTABLE		VALOR CORREGIDO	
	Bruto	Amort.	Explot.	Aj. Ex
PROVISIONES PARA RIESGOS Y CARGAS.	524	—	300	—
DEUDAS FINANCIERAS	4.770	—	4.635,6	—
• Empréstitos	2.000	—	2.000	—
• Deudas con establecimientos de crédito.	1.770	—	1.635,6	—
• Deudas financieras diversas	1.000	—	1.000	—
DEUDAS DE EXPLOTACION	12.833	—	12.833	—
DEUDAS DIVERSAS	550	—	1.300	—
• Deudas por compra inmovilizado	390	—	390	—
• Ajustes por periodificación	160	—	160	—
• Otras (Dividendos)	—	—	750	—
TOTAL PASIVO EXIGIBLE	18.677	—	19.068,6	—

CAPITALES PROPIOS CORREGIDOS
(en miles)

• Capital	5.000
• Reservas	6.709
• Remanente	220
• Resultado neto del ejercicio	3.739
— Dividendos	(750)
Provisiones legales	1.825
CAPITALES PROPIOS	16.743
± CORRECCIONES AFECTAS A LA EXPLOTACION	5.656,2
(+) Gastos establecimiento	40
(-) Inmovilizado inmaterial	(648)
(+) Inmovilizado material	6.003,5
Diferencia bruta	6.643,5
(-) Ajena explotación	(640)
(-) Inmovilizado financiero	(99,7)
(+) Valores mobiliarios	2
(+) Provisiones riesgos y cargas	224
(+) Deudas financieras	134,4
(+) Deudas diversas (recogidas en el resultado)	—
CAPITALES PROPIOS CORREGIDOS	22.339,2

3. *Cálculo de resultado corregido del ejercicio y estimación de los beneficios futuros*

La estimación del beneficio futuro a tomar para calcular el valor de la empresa a través de los métodos de rendimiento requiere, ante todo, efectuar diversas consideraciones sobre el entorno y la empresa objeto de valoración.

Aquí se ha considerado que existe una continuidad de las condiciones de explotación que quedan reflejadas a través de la tendencia de ingresos y gastos típicos de RORAL, S. A., así como un cierto crecimiento de la empresa.

Sobre el entorno no se esperan cambios sustanciales, por lo que la empresa podrá adaptarse adecuadamente a los mismos sin necesidad de grandes inversiones.

Los métodos que habitualmente vienen utilizándose consideran que el beneficio que se tome para la actualización se mantendrá constante a lo largo del período tomado para la actualización y se calcula por extrapolación del pasado.

a) *Cálculo del beneficio antes de intereses e impuestos (BAIT)*

Tal y como puede apreciarse en la Tabla I, el resultado de explotación antes de intereses e impuestos (en nuestro caso beneficio) es el «Resultado de Explotación», si bien el mismo hay que ajustarlo para recoger

la incidencia de las correcciones efectuadas en los distintos activos, vía amortizaciones, así como aquellos componentes que no pueden ser considerados como necesarios de la explotación (en nuestro caso, provisiones fiscales y cuotas de arrendamiento, estas últimas se recogen vía amortización del elemento arrendado).

El BAIT así corregido debe determinarse en términos corrientes del ejercicio en que se efectúa la valoración, en nuestro caso 1985, mediante la afectación de un índice predeterminado, en nuestro caso el de precios al «por menor», dada la actividad desarrollada por la empresa.

Los resultados así determinados se ponderan para obtener un beneficio medio ponderado que será el que se tome de base para la valoración, previa introducción de las amortizaciones que tienen en cuenta las correcciones introducidas por la valoración de los distintos elementos individuales.

En nuestro caso concreto nos encontramos con que el Resultado bruto (sin tener en cuenta las amortizaciones) corriente para un nivel de actividad medio de 70.000.000 u.m. es de 9.562.000 u.m. (ver Tabla II) del cual habrá que deducir las amortizaciones recalculadas (Punto 18), que incluirán las relativas al elemento arrendado, de manera que el Resultado de Explotación (BAIT) corregido será de 8.790.000 u.m. (Tabla II.C).

TABLA I

CALCULO DEL RESULTADO CORRIENTE
(en miles)

	1983	1984	1985	1986 <i>estimado</i>
RESULTADO DE EXPLOTACION	6.687	7.665	8.917	10.356
(+) Dot. Amortizaciones	525	592	637	662
(+) Cuota arrendamiento (Anexo III.3.1.)	—	100	100	100
(+) Provisiones excepcional (Punto 19)	200	—	—	—
RTDO. EXPLOTACION (antes de amorti- zaciones) (RE)	7.412	8.357	9.654	11.118
Ingresos típicos de explotación (IT)	56.398	63.366	69.602	79.375
Margen típico explotación [M=(RE/IT) · 100]	13,1	13,2	13,9	14,0
Indice precios «por menor» (base 100 en 1983) (Punto 16)	183,2	199,8	221,3	245,0
Coeficiente conversor a precios de 1985 (Cc).	221,3	221,3	221,3	221,3
	183,2 (1,21)	199,8 (1,11)	221,3 (1,00)	245,0 (0,90)
Ingresos típicos de explotación en términos de 1985 [IT'=IT · Cc]	68.242	70.336	69.602	71.437
Resultado Explotación corriente (IT' · M).	8.940	9.284	9.674	10.001
Ponderación asignada a cada año (Punto 17).	1	2	3	2

TABLA II

CALCULO DEL NIVEL MEDIO DE ACTIVIDAD
Y DEL RESULTADO MEDIO DE EXPLOTACION CORRIENTES
(en miles)

A) Nivel de actividad medio de la empresa:

$$[(68.242 \cdot 1) + (70.336 \cdot 2) + (69.602 \cdot 3) + (71.437 \cdot 2)] \cdot \frac{1}{8} = 70.000 \text{ u.m.}$$

prácticos

SUPUESTO SOBRE VALORACION DE EMPRESAS

B) Resultado medio de explotación corriente:

$$[(8.940 \cdot 1) + (9.284 \cdot 2) + (9.674 \cdot 3) + (10.001 \cdot 2)] \cdot \frac{1}{8} = 9.566 \text{ u.m.}$$

C)

RESULTADO BRUTO CORREGIDO	9.566 u.m.
(-) Amortizaciones recalculadas (incluye elemento arrendado)	(752) u.m.
(-) Amortización de gastos estudio informático (según Punto 1).	(20) u.m.
<hr/>	<hr/>
RESULTADO EXPLOTACION CORREGIDO (BAIT)	8.794 u.m.

D)

	<i>Resultado que desprecia la forma de financiación</i>	<i>Resultado que tiene en cuenta la forma de financiación</i>
	<hr/>	<hr/>
RESULTADO EXPLOTACION CORREG.	8.794	8.794
Corrección por arrendamiento:		
— cuota alquiler	—	(100)
— por amortización (se considera lineal)	—	64
Gastos financieros	—	(1.258)
RESULTADO CORRIENTE ANTES DE IMPUESTOS	8.794	7.500
Impuesto sobre beneficios (supuesto 40%)	(3.518)	(3.000)
RESULTADO CORRIENTE	5.276 (REc)	4.500 (RN)

Ahora bien, este resultado (BAIT corregido), sólo nos es útil cuando perseguimos la obtención del Valor Global, o sea, despreciando la for-

ma de financiación, previa deducción de los impuestos, si no es así, si lo que se pretende es obtener el valor de la empresa para los propie-

tarios, entonces habrá que tener en cuenta, previamente, la financiación (Tabla II.D).

Los gastos financieros de la Tabla II.D se calculan de la siguiente manera:

Empréstito (2.000.000 u.m. · 0,125)	250.000 u.m.
Préstamo 8% (494.000 u.m. · 0,08)	40.000 u.m.
Préstamo 10% (1.276.000 u.m. · 0,10)	127.000 u.m.
Cuentas corrientes asociadas (648.000 · 0,125)	81.000 u.m.
Cuentas extranjero (352.000 u.m. · 0,13)	46.000 u.m.
Descuento (5.492.000 u.m. · 0,13)	714.000 u.m.
TOTAL CARGAS FINANCIERAS	1.258.000 u.m.

VALOR ANALITICO DE LA EMPRESA

Consideraremos únicamente el Activo Neto Real (A.N.R.), también denominado Activo Neto corregido o Valor Neto contable corregido, y el Valor Sustancial (V.S.) por conside-

$$ANR = AR(R) - PE(R)$$

$$= 41.467.800 - 19.068.600 = 22.399.200 \text{ u.m.}$$

que como puede comprobarse coincide con el Patrimonio Neto Corregido o Capitales Propios Corregidos.

El mayor problema que plantea es la incapacidad para reflejar la existencia de elementos intangibles que, dentro del conjunto organizado de la empresa, constituyen un factor que posibilita la obtención de mayores rentas y, por tanto, debe ser objeto de valoración.

$$VS = AT(R) \text{ utilizado en la explotación.}$$

$$= AT(R) + \text{elementos utilizados que no son propiedad de la empresa.}$$

$$- \text{elementos no utilizados propiedad de la empresa.}$$

rar que constituyen los valores más representativos.

I. ACTIVO NETO REAL (A.N.R.)

El A.N.R. es la diferencia entre el activo total de la empresa en términos reales o corrientes y el pasivo exigible real o corriente, o sea:

En cualquier caso, este valor hace referencia al capital propiedad, o sea, tiene en cuenta la forma de financiación seguida por la empresa.

II. VALOR SUSTANCIAL

Este valor está formado por el conjunto de elementos que utiliza la empresa para su actividad, haciendo abstracción de la forma de financiación seguida para su posesión. O sea:

=	41.467.800 u.m.
(+) Máquina en arrendamiento	260.000 u.m.
(+) Efectos descontados no vencidos	5.492.000 u.m.
VALOR SUSTANCIAL	47.219.800 u.m.

Este método valora la capacidad económica de la empresa y no lo que de la empresa corresponde a los propietarios.

Este valor se puede perfeccionar

VALOR SUSTANCIAL	47.219.800 u.m.
(-) Financiación espontánea	(12.993.000)u.m.
• Deudas de explotación	12.833.000
• Ajustes periodificación	160.000
VALOR SUSTANCIAL (REDUCIDO)	34.226.800 u.m.

Este valor presenta iguales inconvenientes que el precedente, aunque tiene una mayor concepción económica que aquél.

En cualquier caso si deseamos de-

VALOR SUSTANCIAL	47.219.800 u.m.
(-) Pasivo exigible corregido	(19.068.600)u.m.
VALOR DE LA EMPRESA PARA LOS PROPIETARIOS	28.151.200 u.m.

VALOR DE RENDIMIENTO DE LA EMPRESA

I. VALOR DE LA EMPRESA PARA LOS PROPIETARIOS

El valor de la empresa se determina actualizando el beneficio neto corregido que tiene en cuenta la forma de financiación a la tasa de mer-

si consideramos aquella forma de financiación de la empresa que es gratuita para la misma, o sea, la financiación espontánea.

El valor sustancial será así:

terminar el valor de la empresa para los propietarios tendremos que de- traer del V.S. los recursos ajenos convenientemente corregidos. En nuestro caso, este valor sería:

cado a largo plazo, dado que se considera que el riesgo asociado al futuro está recogido en la ponderación asignada a los distintos beneficios de cada año y en la propia tasa de mercado.

Es habitual en estos métodos considerar que el período de actualización tiende a infinito y, por tanto, el valor de la empresa será:

$$VE = \frac{RN}{i} = \frac{4.500.000 \text{ u.m.}}{0,125} = 36.000.000 \text{ u.m.}$$

con lo que el Fondo de Comercio o valor inmaterial no recogido por el Activo Neto Real (A.N.R.) es:

$$FC = VE - ANR = 36.000.000 \text{ u.m.} - 22.399.200 \text{ u.m.} = 13.600.800 \text{ u.m.}$$

En el caso de actualización durante un período de veinte años el valor de la empresa sería:

$$VE = RN \cdot n > i = 4.500.000 \cdot \frac{1 - (1 + 0,125)^{-20}}{i} = 32.586.000 \text{ u.m.}$$

II. VALOR GLOBAL DE LA EMPRESA (que no tiene en cuenta la forma de financiación seguida por la empresa.

El valor de la empresa viene dado por la expresión:

$$VG = \frac{REc}{i} = \frac{5.276.000 \text{ u.m.}}{0,125} = 42.208.000 \text{ u.m.}$$

El valor de la empresa para los propietarios vendrá dado cuando a

tal valor restamos el endeudamiento de la empresa, en concreto:

Provisión para riesgos	300.000 u.m.
Empréstito	2.000.000 u.m.
Préstamos	1.635.600 u.m.
Deudas financieras diversas	1.000.000 u.m.
Deudas compra de inmovilizado	390.000 u.m.
Efectos descontados no vencidos	5.492.000 u.m.
Dividendos	750.000 u.m.
Deuda por arrendamiento financiero	245.000 u.m.

$$[(100.000 \text{ u.m.} \cdot a_{3 > 0,125}) + (10.000 \text{ u.m.} \cdot (1 + 0,125)^{-3})]$$

Total financiación deducible (RAc) 11.813.000 u.m.

Luego el valor de la empresa VE será:

$$VE = VG - RAc = 42.208.000 \text{ u.m.} - 11.813.000 \text{ u.m.} = 30.395.000 \text{ u.m.}$$

METODOS COMPUESTOS

I. ACTIVO NETO REAL MÁS «n» BENEFICIOS

$$VE = ANR + n \cdot BN = 22.399.200 \text{ u.m.} + 3 \cdot 4.500.000 \text{ u.m.} = 35.899.200 \text{ u.m.}$$

II. MÉTODO INDIRECTO O DE LOS PRÁCTICOS

$$VE = [VG + VS(R)] / 2 = (42.208.000 \text{ u.m.} + 34.226.800 \text{ u.m.}) / 2 = 38.217.400 \text{ u.m.}$$

III. MÉTODO DIRECTO O DE LOS ANGLOSAJONES

$$VE = VS(R) + \frac{REc - VS(R) \cdot i}{r} =$$
$$= 34.226.800 \text{ u.m.} + \frac{5.276.000 \text{ u.m.} - 34.226.800 \text{ u.m.} \cdot 0,125}{0,25} =$$
$$= 38.217.400 \text{ u.m.}$$

IV. METODO DE LA U.E.C. (Actualmente F.E.E.)

$$VE = VS(R) + a \cdot n > i \cdot [REc - VS(R) \cdot i] = 34.226.800 \text{ u.m.} +$$
$$+ a \cdot 5 > 0,125 \cdot [5.276.000 \text{ u.m.} - (34.226.800 \text{ u.m.} \cdot 0,125)] = 37.779.000 \text{ u.m.}$$