



Universidad de Buenos Aires
Facultad de Ciencias Económicas
Biblioteca "Alfredo L. Palacios"



Metodologías y opciones para la valuación de empresas familiares

Caramés Stornini, Roberto

2014

Cita APA: Caramés Stornini, R. (2014). Metodologías y opciones para la valuación de empresas familiares. Buenos Aires : Universidad de Buenos Aires. Facultad de Ciencias Económicas. Escuela de Estudios de Posgrado

Este documento forma parte de la colección de tesis de posgrado de la Biblioteca Central "Alfredo L. Palacios". Su utilización debe ser acompañada por la cita bibliográfica con reconocimiento de la fuente.

Fuente: Biblioteca Digital de la Facultad de Ciencias Económicas - Universidad de Buenos Aires

Cod. 1502/0096



Facultad de Ciencias Económicas
Universidad de Buenos Aires



Escuela de Estudios de Posgrado

Maestría en Administración (MBA)

Tesis

*“Metodologías y Opciones para la Valuación de
Empresas Familiares”*

Autor: Licenciado en Administración Matías
Roberto Caramés Stornini

Director: Doctor Juan Carlos Alonso

Año 2014

Cláusula de compromiso de originalidad.

Por medio de la presente, declaro que el material incluido en esta tesis es, a mi mejor saber y entender, original, producto de mi propio trabajo (salvo en la medida en que se identifiquen explícitamente las contribuciones de otros), y que no he presentado este material en forma parcial o total, como una tesis, en ésta u otra institución.

.....
Licenciado Matías Roberto Caramés Stornini

Ciudad Autónoma de Buenos Aires, en el mes de junio de 2014

Ciudad Autónoma de Buenos Aires, 26 de Junio de 2014

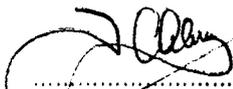
Universidad de Buenos Aires
Facultad de Ciencias Económicas
Escuela de Estudio de Posgrado
Director de la Maestría en Administración (MBA)
Dr. Jorge E. Stern

Ref.: Tesis MBA - "*Metodologías y Opciones para la Valuación de Empresas Familiares*" del maestrando **L.A. Matías Roberto Caramés Stornini**

Por la presente me dirijo a usted, en mi carácter de Director de la tesis de referencia, a los fines de poner en vuestro conocimiento que considero que el referido trabajo se encuentra en condiciones de ser presentado y sometido al tribunal evaluador.

Destaco asimismo que, el autor ha demostrado integrar y aplicar los conocimientos, capacidades y aptitudes adquiridos en los cursos de la maestría, analizando con amplitud las metodologías recomendadas para la valuación de empresas familiares por prestigiosos autores y académicos de la disciplina contrastándolas con las que han utilizado en casos reales consultores expertos y empresarios de nuestro país y países vecinos.

Aprovecho la oportunidad para saludarlo con la consideración más distinguida.



.....
Juan Carlos Alonso

Dr. en Ciencias Económicas (UBA)

Profesor Finanzas Corporativas - MBA (UBA)



Tesis "*Metodologías y Opciones para la Valuación de Empresas Familiares*"
Autor: Lic. en Administración Matías R. Caramés Stornini
Director: Dr. Juan Carlos Alonso



Agradecimientos:

A mis padres, de quienes heredé la pasión por la lectura y quienes me inculcaron que el saber nunca termina.

Muy especialmente a mi esposa, Andrea, compañera inseparable en todos mis proyectos.

Un especial agradecimiento a mi director de Tesis, Doctor Juan Carlos Alonso, quien me guió y aconsejó en todo el proceso.

Al Lic. Alberto Marcel, cuyos consejos y contactos ayudaron en un momento difícil.

Al Contador Rodrigo Ribeiro, quien no solo me honró con sus comentarios y conocimientos, sino que también me envió su libro, cuya lectura aclaró varios puntos del trabajo.

Una especial mención al Lic. Jorge A. Stern, quien desinteresadamente, me recibió en su casa y con sus consejos y experiencias me acercó la realidad a la teoría.

A quienes de alguna u otra manera colaboraron con este proyecto; Dr. Gustavo Tapia, Mg. Diego Ocampo, Ingeniero Ignacio Vélez Pareja y Sr. Miguel Molfino, por sus comentarios y experiencias siempre útiles.

A mis colegas del MBA, compartir sus experiencias e historias de vida han sido tan importantes como la Maestría misma.

A la Universidad de Buenos Aires, por seguir creyendo en la excelencia.



Índice general:

| | |
|---|-----------|
| Resumen de Contenidos | 1 |
| Cuerpo Principal..... | 1 |
| Anexos..... | 2 |
| Capitulo I: Introducción, Antecedentes | 4 |
| Capitulo II: Justificación | 7 |
| Capitulo III: Planteo del Problema e Hipótesis de Investigación..... | 9 |
| Problemática abordada | 9 |
| Hipótesis planteada..... | 10 |
| Capitulo IV: Objetivos | 11 |
| Objetivo General..... | 11 |
| Objetivos Específicos..... | 11 |
| Capitulo V: Metodología para la Elaboración del Trabajo | 12 |
| Capitulo VI: Marco Teórico | 13 |
| Consideraciones preliminares..... | 13 |
| <i>Introducción al marco teórico.....</i> | <i>13</i> |
| <i>Descripción del marco teórico</i> | <i>13</i> |
| En principio, ¿Qué es una valuación? | 13 |
| Características de una valuación | 14 |
| Las circunstancias de la valuación y la rentabilidad..... | 15 |
| <i>La rentabilidad y las 5 fuerzas de Porter.....</i> | <i>16</i> |
| La valuación como una decisión | 18 |
| Contexto histórico económico | 19 |
| <i>Los años noventa.....</i> | <i>19</i> |
| <i>La primera década del siglo XXI y el escenario pos-crisis.....</i> | <i>20</i> |
| <i>El contexto actual.....</i> | <i>20</i> |
| Principales métodos de valuación, una perspectiva..... | 21 |
| Métodos basados en el Balance de la empresa..... | 23 |
| <i>Valor Contable</i> | <i>23</i> |
| <i>Valor contable ajustado o valor del activo neto real.....</i> | <i>24</i> |
| <i>Valor de liquidación</i> | <i>25</i> |
| <i>Valor sustancial.....</i> | <i>25</i> |
| <i>Consideraciones acerca del valor contable</i> | <i>26</i> |
| Métodos basados en la cuenta de resultados..... | 26 |
| <i>Valor de los beneficios. PER.....</i> | <i>26</i> |
| <i>Valor de los dividendos.....</i> | <i>28</i> |
| <i>Múltiplo de ventas.....</i> | <i>29</i> |
| <i>Otros múltiplos</i> | <i>30</i> |
| Métodos mixtos, basados en el fondo de comercio o goodwill | 30 |
| Valuación de Opciones Reales | 31 |
| Métodos basados en Flujos de Fondos..... | 32 |
| Métodos basados en Creación de Valor..... | 34 |
| Métodos basados en el Descuento de Flujos | 36 |
| <i>Metodología general para el descuento de flujos de fondos.....</i> | <i>37</i> |
| <i>Determinación del cash flow adecuado y tasa de descuento</i> | <i>37</i> |



| | |
|---|------------|
| Otros aspectos relevantes a la hora de valorar por descuento de flujos | 38 |
| Principales errores en valuaciones de empresas | 40 |
| Capitulo VII: Análisis de Situación | 42 |
| Introducción al análisis de situación | 42 |
| Importancia, definición y características distintivas de la empresa familiar | 42 |
| ¿Con que fin se valúa una empresa? | 43 |
| Estudio de campo - Consideraciones preliminares | 44 |
| Entrevistas anteriores a la encuesta a Empresarios..... | 46 |
| <i>Consulta en redes sociales.....</i> | <i>46</i> |
| <i>Consultas a referentes del ámbito académico y empresarial.....</i> | <i>50</i> |
| Encuestas a Empresarios..... | 54 |
| <i>Consideraciones preliminares.....</i> | <i>54</i> |
| <i>Proceso de recolección de encuestas y ajustes de las mismas.....</i> | <i>58</i> |
| <i>Análisis de las encuestas, resultados generales.....</i> | <i>59</i> |
| <i>Análisis de las encuestas, encuestados que no han participado en una valuación.....</i> | <i>68</i> |
| <i>Análisis de las encuestas, encuestados que han participado en una valuación.....</i> | <i>79</i> |
| Entrevistas posteriores a la encuesta a Empresarios..... | 90 |
| Capitulo VIII: Conclusiones..... | 94 |
| Sobre las preguntas..... | 94 |
| <i>¿Son realmente los métodos basados en flujos de fondos los adecuados para valorar una empresa familiar?.....</i> | <i>94</i> |
| <i>¿Qué es lo que hace a los demás métodos inadecuados para una valuación?</i> | <i>95</i> |
| <i>¿Por qué son utilizados otros métodos en las valuaciones?.....</i> | <i>96</i> |
| <i>¿Qué limitaciones se encuentran en las empresas familiares a la hora de utilizar métodos técnicos mas sofisticados?.....</i> | <i>98</i> |
| <i>¿Se integra a la empresa a la hora de valorarla o son procesos llevados solo por la dirección?</i> | <i>99</i> |
| <i>¿Se incorpora la noción de riesgo en la valuación?.....</i> | <i>99</i> |
| <i>¿Qué influencias tienen los aspectos emocionales en las decisiones de valuación?.....</i> | <i>99</i> |
| Sobre los objetivos..... | 99 |
| Sobre los resultados..... | 100 |
| Sobre la hipótesis planteada | 101 |
| Capitulo IX: Consideraciones Finales y Recomendaciones | 102 |
| Algunas consideraciones | 102 |
| Recomendaciones | 103 |
| Bibliografía | 105 |
| <i>Libros y Papers</i> | <i>105</i> |
| <i>Paginas Web</i> | <i>107</i> |
| Anexos | 109 |
| Anexo A: Tipos Societarios..... | 109 |
| Anexo B: Ranking Multinacionales Argentinas | 110 |
| Anexo C: El Consenso de Washington en Latinoamérica..... | 111 |
| Anexo D: Ventas y adquisiciones en las década de 1990..... | 112 |
| Anexo E: Evolución del PBI Argentino 1993-II Trimestre de 2013. | 115 |
| Anexo F: Métodos Mixtos, algunos ejemplos. | 116 |
| Anexo G: Tasas de Descuento | 117 |
| <i>Introducción.....</i> | <i>117</i> |
| <i>Factores que determinan el coste de capital.....</i> | <i>117</i> |
| <i>El riesgo y el calculo de beta.....</i> | <i>120</i> |



| | |
|--|-----|
| <i>El riesgo de mercado es medido por la beta</i> | 121 |
| Anexo H: Encuestas en redes sociales, respuestas a los debates planteados | 123 |
| <i>Debates en Grupos Red Social LinkedIn</i> | 123 |
| <i>Debate en el grupo "CFO Argentinos"</i> | 125 |
| <i>Debate en el grupo "LATAM CFO"</i> | 126 |
| Anexo J: Transcripción consultas y entrevistas a referentes anteriores a las encuestas a Empresarios | 130 |
| <i>Consultas vía email al Dr. Gustavo Tapia</i> | 130 |
| <i>Consulta vía email al Lic. Jorge Armando Stern</i> | 131 |
| <i>Transcripción de la entrevista con el Lic. Jorge Armando Stern</i> | 132 |
| Anexo K: Encuestas a empresarios..... | 145 |
| <i>Transcripción de las encuestas</i> | 149 |
| Anexo L: Transcripción consultas y entrevistas a referentes posteriores a las encuestas a Empresarios | 222 |
| <i>Consultas vía mail al Mg. Diego Ocampo</i> | 222 |
| <i>Consultas vía mail y entrevista al Lic. Alberto Marcel</i> | 223 |
| <i>Consultas vía mail al Ingeniero Ignacio Vélez Pareja</i> | 224 |
| <i>Consultas vía mail al Contador Rodrigo Ribeiro</i> | 226 |
| <i>Consultas vía mail a Miguel Molfino</i> | 228 |



Índice de Gráficos

| | |
|--|----|
| Gráfico I: Encuesta LinkedIn. Frecuencia de respuestas encuestados..... | 47 |
| Gráfico II: Frecuencia de recolección de encuestas | 58 |
| Gráfico III: Encuestas: Sexo de los participantes, respuestas y porcentaje | 59 |
| Gráfico IV: Encuestas: Edad de los participantes, respuestas y porcentaje..... | 59 |
| Gráfico V: Encuestas: Nivel educativo, respuestas y porcentaje | 60 |
| Gráfico VI: Encuestas: Tipos societarios, respuestas y porcentaje..... | 60 |
| Gráfico VII: Encuestas: Cantidad de empleados, porcentajes | 61 |
| Gráfico VIII: Encuestas: Relación fundacional y generacional de la Empresa | 62 |
| Gráfico IX: Encuestas: Rubros agrupados, porcentajes de participación | 64 |
| Gráfico X: Encuestas: Rubros agrupados, número de respuestas..... | 65 |
| Gráfico XI: Encuestas: Antigüedad del Establecimiento, respuestas y porcentajes | 65 |
| Gráfico XII: Encuestados que valoraron, vendieron o compraron una Empresa..... | 66 |
| Gráfico XIII: Encuestas: Métodos elegidos | 66 |
| Gráfico XIV: Encuestados que no han participado de una valuación: Sexo | 68 |
| Gráfico XV: Encuestados que no han participado de una valuación: Edad | 68 |
| Gráfico XVI: Encuestados que no han participado de una valuación: Nivel Educativo | 69 |
| Gráfico XVII: Encuestados que no han participado de una valuación: Tipos Societarios..... | 69 |
| Gráfico XVIII: Encuestados que no han participado de una valuación: Número de Empleados..... | 70 |
| Gráfico XIX: Encuestados que no han participado de una valuación: Relación Fundacional y Generacional | 70 |
| Gráfico XX: Encuestados que no han participado de una valuación: Rubros, porcentajes | 71 |
| Gráfico XXI: Encuestados que no han participado de una valuación: Métodos utilizados | 72 |
| Gráfico XXII: Encuestados que no han participado de una valuación: Nivel Educativo vs. Métodos | 72 |
| Gráfico XXIII: Encuestados que no han participaron de una valuación: Cantidad de Empleados vs. Métodos | 73 |
| Gráfico XXIV: Encuestados que no han participaron de una valuación: Fundadores y continuadores vs. Métodos | 73 |
| Gráfico XXV: Encuestados que no han participaron de una valuación: Antigüedad vs. Métodos | 74 |
| Gráfico XXVI: Encuestados que no han participado de una valuación: quienes solicitaron ayuda profesional, cantidad de respuestas y porcentajes..... | 77 |
| Gráfico XXVII: Encuestados que han participado de una valuación: sexo..... | 79 |
| Gráfico XXVIII: Encuestados que han participado de una valuación: Edad | 79 |
| Gráfico XXIX: Encuestados que han participado de una valuación: Nivel educativo..... | 80 |
| Gráfico XXX: Encuestados que han participado en una valuación: Tipos Societarios..... | 80 |
| Gráfico XXXI: Encuestados que han participado de una valuación: Número de empleados | 81 |
| Gráfico XXXII: Encuestados que han participado de una valuación: Relación Fundacional y Generacional | 81 |
| Gráfico XXXIII: Encuestados que participaron de una valuación: Rubros, porcentajes.... | 82 |



| | |
|---|-----|
| Gráfico XXXIV: Encuestados que participaron de una valuación: Métodos utilizados | 83 |
| Gráfico XXXV: Encuestados que participaron de una valuación: Nivel Educativo vs. Métodos..... | 83 |
| Gráfico XXXVI: Encuestados que participaron de una valuación: Cantidad de Empleados vs. Métodos | 84 |
| Gráfico XXXVII: Encuestados que participaron de una valuación: Fundadores y continuadores vs. Métodos | 84 |
| Gráfico XXXVIII: Encuestados que participaron de una valuación: Antigüedad vs. Métodos | 85 |
| Gráfico XXXIX: Encuestados que participaron de una valuación: desglose de Promedio de distintos métodos..... | 88 |
| Gráfico XL: Encuestados que participaron de una valuación: quienes solicitaron ayuda profesional, cantidad de respuestas y porcentajes | 88 |
| Gráfico XLI: Encuestados que participaron de una valuación: quienes solicitaron ayuda profesional, profesiones..... | 90 |
| Gráfico XLII: Encuestados que no valoraron y no solicitaron ayuda profesional: motivos | 97 |
| Gráfico XLIII: Encuestados que valoraron y no solicitaron ayuda profesional: motivos.... | 97 |
| Gráfico XLIV: Encuestas: Métodos elegidos dependiendo de si participaron o no en valuaciones | 100 |
| Gráfico XLV: Evolución de capital empresario 1991-1995..... | 113 |
| Gráfico XLVI: Evolución porcentual de las ventas por composición de capital 1991-1999. | 113 |
| Gráfico XLVII: PBI Argentino 1993-II Trimestre de 2013 en pesos de 1993..... | 115 |
| Gráfico XLVIII: Distribución por países encuesta LinkedIn..... | 123 |
| Gráfico XLIX: Encuesta LinkedIn, Profesiones | 124 |
| Gráfico L: Encuesta LinkedIn, Posgrados | 124 |
| Gráfico LI: Encuesta LinkedIn, Actividad Profesional..... | 125 |



Índice de Tablas

| | |
|---|-----|
| Tabla I: ejemplo empresa Valuar S.A., valor contable (En millones de pesos)..... | 24 |
| Tabla II: ejemplo empresa Valuar S.A., valor contable ajustado (En millones de Pesos). | 25 |
| Tabla III: Relación entre rentabilidad y el ratio precio/ventas (estudio Smith Barney).. | 29 |
| Tabla IV: Métodos nombrados por encuestados en encuesta LinkedIn | 46 |
| Tabla V: Encuestas: Cantidad de empleados, número de respuestas..... | 61 |
| Tabla VI: Encuestas: Relación fundacional y/o comercial del encuestado con la Empresa | 62 |
| Tabla VII: Encuestas: Respuestas de los encuestados: Rubros (Todos) | 63 |
| Tabla VIII: Encuestados que no han participado de una valuación: Rubros, respuestas absolutas | 71 |
| Tabla IX: Determinación de valor y motivos encuestados que no han participado de una valuación y optaron por método Balance | 74 |
| Tabla X: Determinación de valor y motivos encuestados que no han participado de una valuación y optaron por método Fondo de Comercio..... | 75 |
| Tabla XI: Determinación de valor y motivos encuestados que no han participado de una valuación y optaron por método Múltiplos | 75 |
| Tabla XII: Determinación de valor y motivos encuestados que no han participado de una valuación y no utilizaron métodos de valuación | 75 |
| Tabla XIII: Determinación de valor y motivos encuestados que no han participado de una valuación y optaron por método Opciones..... | 76 |
| Tabla XIV: Determinación de valor y motivos encuestados que no han participado de una valuación y optaron por un Promedio de Distintos Métodos | 76 |
| Tabla XV: Encuestados que no han participado de una valuación: quienes solicitaron ayuda profesional, respuestas | 77 |
| Tabla XVI: Encuestados que participaron de una valuación: Rubros, respuestas absolutas | 82 |
| Tabla XVII: Determinación de valor y motivos encuestados que participaron de una valuación y optaron por método Balance..... | 85 |
| Tabla XVIII: Determinación de valor y motivos encuestados que participaron de una valuación y optaron por método Descuento de Flujos de Fondos..... | 85 |
| Tabla XIX: Determinación de valor y motivos encuestados que participaron de una valuación y optaron por método Fondo de Comercio..... | 86 |
| Tabla XX: Determinación de valor y motivos encuestados que participaron de una valuación y optaron por método Múltiplos | 86 |
| Tabla XXI: Determinación de valor y motivos encuestados que participaron de una valuación y no utilizaron métodos de valuación | 86 |
| Tabla XXII: Determinación de valor y motivos encuestados que participaron de una valuación y optaron por un Promedio de Distintos Métodos | 86 |
| Tabla XXIII: Encuestados que participaron de una valuación: quienes solicitaron ayuda profesional, respuestas..... | 89 |
| Tabla XXIV: Ventas y capital de las 100 mayores empresas en Argentina en el año 1991. | 112 |
| Tabla XXV: Ventas y capital de las 100 mayores empresas en Argentina en el año 1995. | 112 |



Tesis *“Metodologías y Opciones para
la Valuación de Empresas Familiares”*
Autor: Lic. en Administración Matías R. Caramés Stornini
Director: Dr. Juan Carlos Alonso



| | |
|--|-----|
| Tabla XXVI: Ventas y capital de las 100 mayores empresas en Argentina en el año 1999, | 112 |
| Tabla XXVII: Comparativo de métodos mixtos basados en fondo de comercio..... | 116 |
| Tabla XXVIII: Ejemplos de valores de beta | 122 |
| Tabla XXIX: Encuestas anuladas | 145 |
| Tabla XXX: Encuestas corregidas | 145 |
| Tabla XXXI: Encuestas: Rubros consolidados..... | 147 |



Índice de Ilustraciones

| | |
|---|-----|
| Ilustración I: Rentabilidad y valor de la empresa | 16 |
| Ilustración II: Modelo de las Cinco Fuerzas de Porter | 17 |
| Ilustración III: Ecuación contable fundamental..... | 22 |
| Ilustración IV: Aproximación al Valor Empresa Cotizante | 22 |
| Ilustración V: Principales Grupos de Métodos de Valuación | 23 |
| Ilustración VI: Condicionantes al PER..... | 27 |
| Ilustración VII: Ventajas y desventajas del uso del PER..... | 28 |
| Ilustración VIII Clasificación de Opciones Reales | 32 |
| Ilustración IX: Variables para el tratamiento de Flujos de Fondos | 33 |
| Ilustración X: Flujos de fondos y tasas apropiadas para cada uno de ellos | 38 |
| Ilustración XI: Motivaciones para la valuación de una empresa | 44 |
| Ilustración XII - Grupos consultados | 45 |
| Ilustración XIII: Encuestas, parte uno, datos personales y de empresa..... | 55 |
| Ilustración XIV: Encuesta, parte dos, sobre la actividad desarrollada..... | 56 |
| Ilustración XV: Encuesta, parte tres, cuestiones de valuación | 57 |
| Ilustración XVI: Los factores que determinan el coste del capital..... | 118 |
| Ilustración XVII: Recursos propios y ajenos..... | 119 |
| Ilustración XVIII: Riesgos y rendimientos..... | 120 |



Resumen de Contenidos

En el presente trabajo de investigación, una vez ideada la investigación, planteada la problemática abordada, delineados los objetivos y trazadas las principales hipótesis, se dividió en dos partes diferenciadas las líneas de investigación, por un lado un relevamiento y análisis bibliográfico disponible sobre la temática abordada y, por el otro, una investigación cuantitativa y cualitativa exploratoria sobre la aplicación de las distintas metodologías de valuación de empresas y sus motivaciones en nuestro país.

Estas dos partes se han dividido en nueve capítulos, una sección bibliográfica y once anexos con información aclaratoria, según el siguiente detalle:

Cuerpo Principal

Capítulo I, denominado **Introducción, Antecedentes**, se plantea la naturaleza de la problemática del tema elegido y el motivo de su elección.

Capítulo II, denominado **Justificación**, donde se plantea la relevancia y pertinencia del la problemática abordada dentro de la carrera de MBA.

Capítulo III, denominado **Planteo del Problema e Hipótesis de Investigación**, se plantea formalmente el problema de investigación, se efectúan las principales preguntas a responder y se enuncia la Hipótesis de Investigación.

Capítulo IV: denominado **Objetivos**, se definieron los objetivos principales y específicos que guiaron la investigación, arribando a las conclusiones y recomendaciones.

Capítulo V: denominado **Metodología para la Elaboración del Trabajo**, se enuncia la metodología a seguir durante el trabajo de tesis para cumplir con los objetivos propuestos.

Capítulo VI: denominado **Marco Teórico**, se abordan las principales teorías y conceptos técnicos necesarios para la elaboración del trabajo. Constituye la base teórica para toda la tesis y se compone de casi la totalidad del análisis bibliográfico realizado.

Capítulo VII: denominado **Análisis de Situación**, se compone de tres etapas, una primera etapa donde se describe las características actuales de la empresa familiar, sobre todo en la Argentina, la segunda etapa, se enumera en forma general los fines y motivaciones que pueden llevar a la necesidad de vender o comprar una empresa o una participación en ella y el estudio de campo propiamente dicho que conforma la tercera etapa, subdividido en una primera consulta a actores del ámbito profesional, académico y de la consultoría, una encuesta a empresarios donde se exponen los resultados obtenidos en la investigación. Por último, una nueva consulta a expertos del tema para discutir los resultados obtenidos en la encuesta precedente.



Capítulo VIII: denominado **Conclusiones**, se describen las interpretaciones a los datos de los capítulos precedentes y se responden las preguntas planteadas, los objetivos propuestos y la hipótesis de investigación.

Capítulo IX: denominado **Consideraciones Finales y Recomendaciones**, se plantean consideraciones y recomendaciones en base a las conclusiones arribadas precedentemente.

Bibliografía: se detallan las fuentes de información, detallando las bibliografía, papers, documentos técnicos y paginas web consultadas.

Anexos

Anexo A: denominado **Tipos Societarios**, se clasifican y enumeran las principales características de los tipos societarios previstos por la ley y principalmente utilizados en Argentina.

Anexo B: denominado **Ranking Multinacionales Argentinas**, muestra la incidencia de la empresa familiar en las actuales grandes empresas argentinas.

Anexo C: denominado **El Consenso de Washington en Latinoamérica**, explica la incidencia de las políticas implementadas en los años noventa en el mundo y su principal incidencia en Latinoamérica.

Anexo D: denominado **Ventas y adquisiciones en las década de 1990**, muestra las tendencia en ese ámbito en la ultima década del siglo XX en Argentina.

Anexo E: denominado **Evolución del PBI Argentino 1993-II Trimestre de 2013**, grafica una evolución de esa variable económica para el período.

Anexo F: denominado **Métodos mixtos**, algunos ejemplos, ejemplifica alguna de las técnicas utilizadas en este método de valuación.

Anexo G: denominado **Tasas de descuento**, muestra los principales drivers y condicionamientos para la determinación de una tasa de descuento.

Anexo H: denominado **Encuestas en redes sociales, respuestas a los debates planteados**, se transcriben las respuestas originales de los encuestados en la red social LinkedIn, datos de los mismos y gráficos comparativos.

Anexo J: denominado **Transcripción consultas y entrevistas a referentes anteriores a las encuestas a Empresarios**, se transcriben las respuestas originales de las consultas y entrevistas hechas a referentes del ámbito académico y profesional.

Anexo K: denominado **Encuestas a empresarios**, se transcriben respuestas originales de los empresarios encuestados.



Tesis *"Metodologías y Opciones para
la Valuación de Empresas Familiares"*
Autor: Lic. en Administración Matías R. Caramés Stornini
Director: Dr. Juan Carlos Alonso



Anexo L: denominado **Transcripción consultas y entrevistas a referentes posteriores a las encuestas a Empresarios**, se transcriben respuestas originales de las consultas realizadas con posterioridad a la encuesta a empresarios con el fin de conocer su parecer ante los resultados obtenidos.



Capítulo I: Introducción, Antecedentes

En la vida de una empresa, además de las operaciones cotidianas para el cumplimiento de sus objetivos y estrategias, existen situaciones en las que la esta se vende, compra otros emprendimientos, se fusiona, se escinde, ingresan nuevos capitales o simplemente por alguna operación en particular (sobre todo crediticia), es necesario conocer el valor de la misma.

Pero por valor no estamos hablando de precio, ya que el valor percibido por el comprador de una empresa, casi seguramente, será diferente al valor que percibe su vendedor y, a su vez, estos dos conceptos serán diferentes al precio.

El precio refiere a la erogación monetaria que eventualmente se pagara de llegar a un común acuerdo para la transferencia de la empresa. Muy probablemente se sitúe entre las dos posiciones de valor asumidas por el vendedor y el comprador.

Es de esperar, que cada uno de estos actores, tenga una idea diferente de cómo valorar esta operación, con sus propias ideas, objetivos y expectativas de que es lo que espera de la empresa que se esta negociando.

Como referencia Pablo Fernández, Profesor de Finanzas del IESE, Universidad de Navarra, España: *"Por ejemplo, una gran empresa extranjera muy avanzada tecnológicamente desea comprar otra empresa nacional, ya conocida, para entrar en nuestro mercado aprovechando el renombre de la marca local. En este caso, el comprador extranjero tan sólo valorará la marca pero no valorará las instalaciones, maquinaria, etc., ya que él mismo dispone de unos activos más avanzados. Por el contrario, el vendedor sí que valorará muy bien sus recursos materiales ya que están en situación de continuar produciendo. De acuerdo con el punto de vista del primero, se trata de determinar el valor máximo que debería estar dispuesto a pagar por lo que le aportará la empresa a adquirir; desde el punto de vista del vendedor se trata de saber cuál será el valor mínimo al que debería aceptar la operación."*¹

¿Que entendemos por una valoración? Citando nuevamente a Pablo Fernández²: *"La valoración de una empresa es un ejercicio de sentido común que requiere unos pocos conocimientos técnicos y mejora con la experiencia. Ambos (sentido común y conocimientos técnicos) son necesarios para no perder de vista: ¿qué se está haciendo?, ¿porqué se está haciendo la valoración de determinada manera? y ¿para qué y para quién se está haciendo la valoración? Casi todos los errores en valoración se deben a no contestar adecuadamente a alguna de estas preguntas, esto es, a falta de conocimientos o a falta de sentido común (o a la falta de ambos)."*

La falta de sentido común, además de no ser objeto del presente trabajo, no es algo que se pueda solucionar con recetas mágicas, aunque la experiencia y el mayor conocimiento

¹ Fernández, Pablo - Métodos de Valuación de Empresas, paper del 21 de enero de 2013, descargable de http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1267987

² Fernández, Pablo - Métodos de Valuación de Empresas. Op. Cit.



técnico suelen aportar soluciones que ayudan a pensar y razonar sobre las cuestiones de estudio y ejercitar el sentido común.

Por otro lado, una consideración importante a la hora de evaluar una empresa es que éstas poseen distintos tipos societarios (Sociedades Anónimas, Sociedades de Responsabilidad Limitada, Empresas Unipersonales, Sociedades irregulares³, etc.) como así también distinta estructura societaria, o sea, como se encuentra distribuido el capital y como es su management.

Cuando se trata de empresas cotizantes en alguna bolsa de valores, muchas veces, podemos observar un "piso" del valor de la empresa dado por la cantidad de acciones circulantes multiplicadas por su valor unitario (o unitarios en el caso de existir varios tipos de acciones⁴), que por lo menos, nos puede dar una primera aproximación del valor de mercado del conjunto de la empresa. A partir de allí, entran en juego también las expectativas de ganancias futuras y cierto plus que se le ofrece a los tenedores de dichas acciones para renunciar a esas expectativas futuras.

La actual teoría y las principales bibliografías, por lo general, centran sus escritos sobre este tipo de problemáticas, referidas a empresas cotizantes, donde las acciones juegan un papel preponderante no solo en la valuación, sino también en la estructura financiera misma de la organización.

Pero la gran mayoría de los emprendimientos que nacen y se desarrollan no cumplen, por lo menos en nuestro país, con estas características y, a pesar de ello, no dejan de ser negocios interesantes. De hecho, en la Argentina, las principales multinacionales del país nacieron en el seno de las llamadas "Empresas Familiares" e inclusive muchas de ellas continúan siéndolo.⁵

Tampoco es necesario estudiar las grandes empresas, la mayoría de los start-up, negocios y nuevas ideas, surgen de este tipo de emprendimientos, por lo que las oportunidades de inversión, fusiones y compras son numerosas.

Para poder acceder a estas inversiones, se hace necesario conocer el valor de las mismas y en el caso de emprendimientos familiares, sobre todo cuando el socio fundador es quien valora su empresa, suelen mezclarse aspectos no del todo objetivos acerca del valor real de la organización.

Es esperable que, para quien construyo desde cero su empresa, factores sentimentales influyan en la magnitud de la erogación que esta dispuesto a recibir para desprenderse de su creación.

³ Por sociedad irregular se entiende a la Sociedad de Hecho, llamada así por no estar tipificada en la ley de Sociedades Argentina, número 19.550. A pesar de ello, es un tipo societario muy utilizado en Argentina, sobre todo en el comienzo del emprendimiento. (Ver Anexo A)

⁴ Muchas empresas poseen diferentes categorías de acciones, como por ejemplo, las acciones preferentes, que ofrecen a sus poseedores unas condiciones diferenciales a las acciones ordinarias y, por ende, un precio diferente.

⁵ Ver Anexo B, fuente ProsperAr & Vale Columbia Center, 13 de agosto de 2009.



Tesis "*Metodologías y Opciones para
la Valuación de Empresas Familiares*"
Autor: Lic. en Administración Matías R. Caramés Stornini
Director: Dr. Juan Carlos Alonso



Estando actualmente desempeñándome como Gerente Financiero de una empresa que, no solo responde a las características de emprendimiento familiar, sino que también ha sufrido una escisión y posteriormente una reorganización de su estructura, en los que en ambos casos se hizo necesario valuarla y actualmente evaluando oportunidades de compra de otros emprendimientos, es que considero necesario el presente trabajo.

Pero independientemente de mi desempeño profesional, me planteo una pregunta aun mas amplia y del ámbito de situación de las empresas familiares en la Argentina: ¿Cuántas empresas no lograron sobrevivir periodos sucesorios, perdieron negocios y oportunidades, malvendieron o mal compraron por no haber efectuado el proceso y utilizado el método de valuación de manera correcta?



Capítulo II: Justificación

Dentro de la teoría económica, el objetivo de cualquier empresa comercial es maximizar el valor para sus accionistas.

Hoy en día, además de agregar valor a los accionistas, se espera que la empresa sea socialmente y ambientalmente responsable, agregando valor también a la comunidad.

En mercados desarrollados, donde la mayoría de las empresas cotizan sus acciones en mercados transparentes, una forma rápida de estimar a priori el valor de la compañía se puede efectuar adicionando a su deuda su capitalización contable, que no es otra cosa que el valor de sus acciones⁶, multiplicada por la cantidad emitidas. Podemos expresar dicha situación de la siguiente manera:

$$\text{Capitalización de Mercado} + \text{Deuda} = \text{Valor del Negocio}$$

En países como el nuestro, donde no existe tal desarrollo del mercado accionario y existe una también baja participación de las empresas locales en el mismo, la tarea resulta mucho más compleja, sumando a esta complejidad, los vaivenes macroeconómicos y políticos que suelen darse en nuestra región.

Tratándose de un emprendimiento familiar, tenemos el agravante de que en la mayoría de los casos, no cotiza en bolsa porque su figura legal no lo permite⁷. Otras veces, aunque este inscrita en la figura de una Sociedad Anónima, no participa en la Bolsa, ya sea por desconocimiento, porque no les interesa, por los altos costos asociados a una emisión de acciones o porque simplemente ese tipo societario les pareció el más conveniente.

A pesar de ser una tarea compleja, de lo que no cabe duda, es que se han utilizado (y se siguen utilizando), distintos métodos de valorar el negocio familiar; desde encontrar multiplicadores de la venta⁸, pasando por valorar el stock de mercaderías que posee el emprendimiento más un plus que se considere, hasta directamente imponer una cifra arbitraria sin un fundamento muy sólido solo por la creencia subjetiva de lo que puede valer dicho negocio.⁹

⁶ En dichos mercados, el precio de las acciones refleja las expectativas que sus accionistas y la comunidad tienen acerca del valor de la misma.

⁷ Según la ley 19.550 pueden cotizar en Bolsa las Sociedades Anónimas, los otros tipos societarios más utilizados (no las únicas), son las Sociedades de Responsabilidad Limitada, Emprendimientos Unipersonales y Sociedades de Hecho.

⁸ Este método, muy utilizado y que será tratado en la presente obra, consiste en multiplicar un parámetro, como los clientes, suscriptores o las ventas por un número que varía dependiendo de la industria que se trate.

⁹ Este tipo de valuación se conoce como "Valor del Propietario", en donde es el mismo dueño o dueños que estiman una cifra, generalmente se ve en situaciones en las que se está planeando una salida rápida de la empresa o simplemente, no se quiere vender e "imponen" un alto precio con el fin de desalentar compradores.



Tesis "*Metodologías y Opciones para la Valuación de Empresas Familiares*"
Autor: Lic. en Administración Matías R. Caramés Stornini
Director: Dr. Juan Carlos Alonso



El punto es que, existiendo múltiples oportunidades de negocio dentro del ámbito de las empresas familiares, sería deseable conocer los motivos por los cuales este tipo de emprendimiento, cuando se valúan, utilizan métodos conceptualmente incorrectos o inadecuados que llevan a valuaciones sesgadas. Encontrar uno o varios métodos de valuación que refleje de forma lo más objetiva posible y que permita también comparar valuaciones de diferentes emprendimientos, no solo dentro de la misma rama de la industria sino también en diferentes actividades, sería un objetivo importante.

Por último, como profesionales de Ciencias Económicas y futuros Magisters en Administración de la Universidad de Buenos Aires, tenemos responsabilidades en la correcta culminación del proceso de valuación, ya sea como asesores, como consultores responsables, directivos, analistas o empleados; en sus objetivos estratégicos, una empresa debe estar atenta a las oportunidades, tanto de compra, venta, asociación o fusión y para ello, debe saber su propio valor y poder estimar el de negocios futuros.

Siendo una parte sustancial de nuestras empresas del tipo familiar, es que considero este tema necesario dentro de nuestros estudios.



Capítulo III: Planteo del Problema e Hipótesis de Investigación

Problemática abordada

Existen distintas metodologías, que responden a diferentes teorías, de cómo se debe valorar un emprendimiento, independientemente de su magnitud o industria..

En primera medida, el llamado valor del propietario, comentado ya brevemente, justamente por su falta de fundamento técnico, y hasta a veces con una lógica no muy sofisticada¹⁰, no será tomado en cuenta para el presente estudio.

Hecha esta salvedad, los principales métodos de valuación se pueden clasificar en seis grupos:

1. Métodos basados en el balance (valor patrimonial)
2. Métodos basados en la cuenta de resultados (múltiplos)
3. Métodos mixtos, basados en el fondo de comercio o goodwill
4. Métodos basados en el descuento de flujos de fondos (cash flows)
5. Creación de Valor
6. Opciones

Existe evidencia que muestra (y será tratada dentro del presente trabajo), que los métodos adecuados o, en palabras de Pablo Fernández¹¹, conceptualmente correctos, son aquellos basados en el descuento de flujos de fondos, los cuales ven a la empresa como una ente generador de flujos de fondos, por lo tanto estos flujos pueden ser valuados.

Asimismo, un momento sumamente importante como una valuación no puede solo limitarse al área financiera o la dirección general, toda la organización debería, desde su campo de acción, participar en el proceso, para hacerlo mas preciso y certero con la realidad.

Es por ello que surgen las siguientes preguntas:

- ¿Son realmente los métodos basados en flujos de fondos los adecuados para valorar una empresa familiar?
- Si la pregunta anterior es verdadera, ¿Qué es lo que hace a los demás métodos inadecuados?

¹⁰ Fernández, Pablo - Métodos de Valuación de Empresas. Op. Cit., comenta al respecto la siguiente anécdota: *Al comienzo de una consulta de valoración que me encargó una empresa familiar que estaba en venta uno de los hermanos me dijo que él estimaba un valor de las acciones de unos 9 millones de euros. Al preguntarle de donde procedía el valor; me respondió: "somos 3 hermanos accionistas y quiero que saquemos unos 3 millones cada uno"*

¹¹ Fernández, Pablo - Métodos de Valuación de Empresas, paper del 21 de enero de 2013. Op. Cit.



Tesis "Metodologías y Opciones para
la Valuación de Empresas Familiares"
Autor: Lic. en Administración Matías R. Caramés Stornini
Director: Dr. Juan Carlos Alonso



- Incorporando a las empresas familiares y continuando con el razonamiento, ¿Por qué son utilizados otros métodos hasta inclusive el "valor del propietario" en las valuaciones?
- ¿Qué limitaciones se encuentran en las empresas familiares a la hora de utilizar métodos técnicos mas sofisticados? ¿Es una cuestión de desconocimiento? ¿O se trata de una percepción de dificultad?
- ¿Se incorpora la noción de riesgo en la valuación?
- ¿Qué influencias tienen los aspectos emocionales en las decisiones de valuación?

Hipótesis planteada

Con el fin de contestar las preguntas expuestas en el Capítulo anterior, a través del marco teórico y en base a investigación de tesis, seguiré como hilo conductor del presente trabajo la siguiente Hipótesis de Investigación:

Los métodos mas certeros para valuar una empresa familiar son los basados en el descuento de los flujos de fondos futuros que genere dicho emprendimiento, a pesar de ello, no son los mas utilizados en las valuaciones de este tipo de empresas.



Capítulo IV: Objetivos

Objetivo General

- El objetivo general del presente trabajo es evaluar los métodos conocidos de valuación de empresas, tanto los tradicionales como otros heterodoxos utilizados en las empresas familiares y determinar:
 - a) Cual o cuales de ellos se aproximan a una valuación que pueda ser generalizada a casi todos los casos y que pueda ser aplicado por un ente de estas características y
 - b) Que motivos o condicionantes llevan a los tomadores de decisión de las empresas familiares elegir otros métodos inadecuados.

Objetivos Específicos

- Evaluar y comparar los diferentes métodos conocidos de valuación de empresas.
- Determinar un método el cual pueda aplicarse a diferentes emprendimientos e industrias con el fin de comparar alternativas de negocio.
- Diseñar por medio de entrevistas una investigación exploratoria cuantitativa y cualitativa acerca de métodos utilizados en la valuación de distintos emprendimientos.
- Conocer los métodos habitualmente utilizados en empresas familiares a través de las entrevistas.
- Determinar que motivos son relevantes a la hora de decidir utilizar un método u otro.
- Comprender como los aspectos emocionales influyen en la valuación de las empresas familiares.



Capítulo V: Metodología para la Elaboración del Trabajo

Como guía para la elaboración de la presente tesis, se ha basado en el libro de Luisa Mayoral "*Metodología del Trabajo de Tesis con especial aplicación a maestrías en ciencias de la administración y disciplinas afines*"¹².

Siguiendo dichos lineamientos, la etapas de la investigación abordada serán las siguientes:

- I. A partir de información bibliográfica, una investigación descriptiva y diacrónica del estado del arte actual en valuación de empresas, el contexto y las principales variables que influyen en la materia.
- II. Con el fin de recolectar datos primarios, se diseñaran formularios de entrevistas semi-estructuradas, los cuales se testearan para luego aplicarlos en entrevistas a los siguientes actores:
 - a. Gerentes y dueños de empresas familiares que hayan sufrido procesos de compra, venta y/o fusión.
 - b. Gerentes y dueños de empresas familiares que, aunque no hayan sufrido procesos de compra, venta y/o fusión, puedan ilustrar como piensan que comenzarían dicha tarea.
 - c. Gerentes y tomadores de decisión de empresas no familiares y/o consultoras.
 - d. Actores del ámbito académico especializados en la materia.
- III. Asimismo se analizaran fuentes secundarias de información como revistas o paginas web relacionadas con la materia.

El nudo de la tesis entonces, será descubrir que métodos de los planteados teóricamente u otros que no sean parte del marco teórico, son utilizados en cada caso por los entrevistados¹³, conocer que otros factores influyen en la elección del metodología utilizada, consultar la opinión de expertos académicos en la materia y, con la guía y consulta periódica realizada al Director de Tesis, Dr. Juan Carlos Alonso, llegar a las conclusiones y objetivos propuestos.

Asimismo, la participación del Taller de Tesis, aportara también su espacio de consulta.

¹² Mayoral, Luisa – Metodología del Trabajo de Tesis con especial aplicación a maestrías en ciencias de la administración y disciplinas afines – CEAE – 2011.

¹³ Los casos a contrastar serán los que hubiesen participado de procesos de valuación y los que, sin haber participado en dicho proceso, podrían hacerlo en el futuro.



Capítulo VI: Marco Teórico

Consideraciones preliminares

Introducción al marco teórico.

Considero importante en este punto, esquematizar la forma en que será tratado el marco teórico, para ordenarlo, delimitar su alcance a la temática abordada y poder dar ese "marco" que necesita la investigación abordada.

Por lo tanto, en el presente capítulo, se centrará en mostrar el estado del arte actual en la materia y los principales temas para la tesis, ordenando la temática secundaria que complementa a la principal u aclaraciones en los Anexos que son parte del presente trabajo.

Descripción del marco teórico

- ↓ Lo que primero se debe definir, es que es y que no es una valuación.
- ↓ Se hace necesario también, un análisis del contexto histórico de los últimos veinte años y el actual, para situar temporal y espacialmente a la investigación.
- ↓ Los principales métodos de valuación utilizados serán tratados, sus ventajas y desventajas.
- ↓ El concepto de riesgo forma parte de este apartado y sus implicancias en la valuación.
- ↓ Una consideración importante tratar son los errores cometidos al valuar empresas, en prácticamente todos los métodos se pueden observar interpretaciones erróneas y hasta invenciones acerca de como establecer una valuación.

En principio, ¿Qué es una valuación?

En finanzas, una valuación es el proceso por el cual se estima el valor económico de un activo o de un pasivo.

Asimismo, como ya referimos anteriormente basados en el trabajo de Pablo Fernández¹⁴, la valuación es un ejercicio del sentido común, pero ante todo hay que tomar en cuenta ciertas consideraciones que pueden hacer variar el resultado de dicho ejercicio:

- ↓ El valor no es lo mismo que el precio, este último refiere solamente a la contraprestación económica que un sujeto deberá hacer frente para hacerse del activo que desea¹⁵.

¹⁴ Fernández, Pablo – Métodos de Valuación de Empresas, paper del 21 de enero de 2013. Op. Cit.

¹⁵ Otras acepciones de precio son: Cantidad de dinero o bienes que hay que dar para proporcionarse otros bienes de distinta naturaleza / Es una cantidad de dinero que se paga por una cantidad y una calidad determinadas de un bien o servicio, cantidad de dinero que se paga por el en el mercado principal. /



- ↓ El valor de la empresa estará dado principalmente por su capacidad de generar beneficios en el futuro.
- ↓ Otro aspecto a tener en cuenta son las perspectivas macroeconómicas del país en donde efectuamos la valuación, que, podrán condicionar fuertemente el valor de la empresa.
- ↓ Diferentes métodos pueden exhibir resultados muy disimilares al estar basados en diferentes marcos teóricos o estados del conocimiento.
- ↓ El valor no es igual para todos, porque cada sujeto posee diferentes objetivos, motivaciones o experiencias; por ejemplo, una persona que quiere adquirir una empresa solamente por el prestigio marcario que posee podrá o no valorar otros activos que también forman parte de la misma, como maquinarias o conocimientos que si valorarán sus actuales propietarios.
- ↓ También, diferentes visiones, experiencias empresariales previas, perspectivas futuras del negocio o inclusive estados de animo pueden influir en la valuación o en lo que espera un sujeto de esa estimación.

Características de una valuación

En su obra "Valuación de Empresas, Fundamentos y Práctica en Mercados Emergentes"¹⁶, comenta una serie de características que reúne una valuación:

- ↓ Precisión: el calculo no es un valor exacto, es una opinión y depende del juicio profesional del analista, puede haber dos o mas valuaciones distintas para el mismo emprendimiento por distintos analistas. Ello no quiere decir que una valuación sea imprecisa o poco confiable, sino que es una opinión de valor cargada por la subjetividad y juicio del analista. En tanto y en cuanto el cálculo y el juico del analista se encuentren sustentados, será una opinión, pero de base sustentable.
- ↓ Complejidad: la complejidad del modelo de valuación no la hace mas exacta, se encuentra arraigado el concepto de que cuanto mas complejo y cuantitativo es el modelo financiero mayor es la precisión. La calidad no depende de la complejidad y Rodrigo Ribeiro ofrece el ejemplo de los corredores inmobiliarios que sin demasiados cálculos complejos, pero con mucha experiencia, estiman valores luego confirmados en el mercado.
- ↓ Especificidad: la valuación es especifica para un propósito determinado y su definición dependerá del uso que se haga de sus resultados, por ejemplo, un Banco que quiere conocer las garantías con las que cuenta una empresa, valuará de forma diferente que un comprador interesado en la explotación de la misma.
- ↓ Temporalidad: la valuación es valida a una determinada fecha, en ella se distinguen dos momentos en el tiempo:
 1. La fecha de valuación

Relación de cambio de los bienes expresada en dinero. - Diccionario de Economía, O. Greco, Valleta Ediciones, 1999.

¹⁶ Rodrigo Ribeiro, CFA - Valuación de Empresas, Fundamentos y Práctica en Mercados Emergentes - Tercera Edición - KPMG Uruguay (2013)



2. La fecha del trabajo de valuación

La primera es la fecha a la que se busca estimar el valor, mientras que el segundo es la fecha en la que se realiza el trabajo, esto incide en la información con la que cuenta el analista, ya que una valuación es una estimación sobre el comportamiento futuro, por lo que un cambio, por ejemplo en las tasa de interés, puede volver obsoleto al trabajo.

Las circunstancias de la valuación y la rentabilidad

Rodrigo Ribeiro¹⁷ a propósito de que la capacidad de generación de beneficios futuros determina el valor de la empresa, comenta la importancia de identificar las condiciones y circunstancias en la que operarán los activos de la empresa para determinar dichos beneficios. El supuesto utilizado por el analista respecto de estas condiciones es conocida como *premisa de valor*.

Identifica cuatro premisas de valor:

1. Empresa en marcha: en esta premisa, el valor obtenido supone que la empresa continuará siendo explotada como un negocio en funcionamiento.
2. Agregación de activos: bajo esta premisa se obtendrá un valor que supone la sumatoria de los activos instalados, pero no incorporados a un negocio en funcionamiento. O sea, no están generando ingresos actualmente, la empresa no comenzó actividades o se encuentra suspendida temporalmente.
3. Liquidación ordenada: supone la venta de los activos de la empresa en forma individual, ofrecidos en el mercado durante un plazo razonable y normal, sin presiones para su realización. Supone también la liquidación de los pasivos de la empresa.
4. Liquidación forzada: en este caso, la venta de los activos de la empresa en forma individual son ofrecidos en el mercado durante un plazo mas corto con la presión de su realización inmediata. Supone la venta a precios de remate y la cancelación de los pasivos de la empresa.

La selección de la premisa, destaca Ribeiro, depende del propósito de la valuación, ya que estos determinaran la forma en que se prevén utilizar los activos de la empresa por parte del comprador.

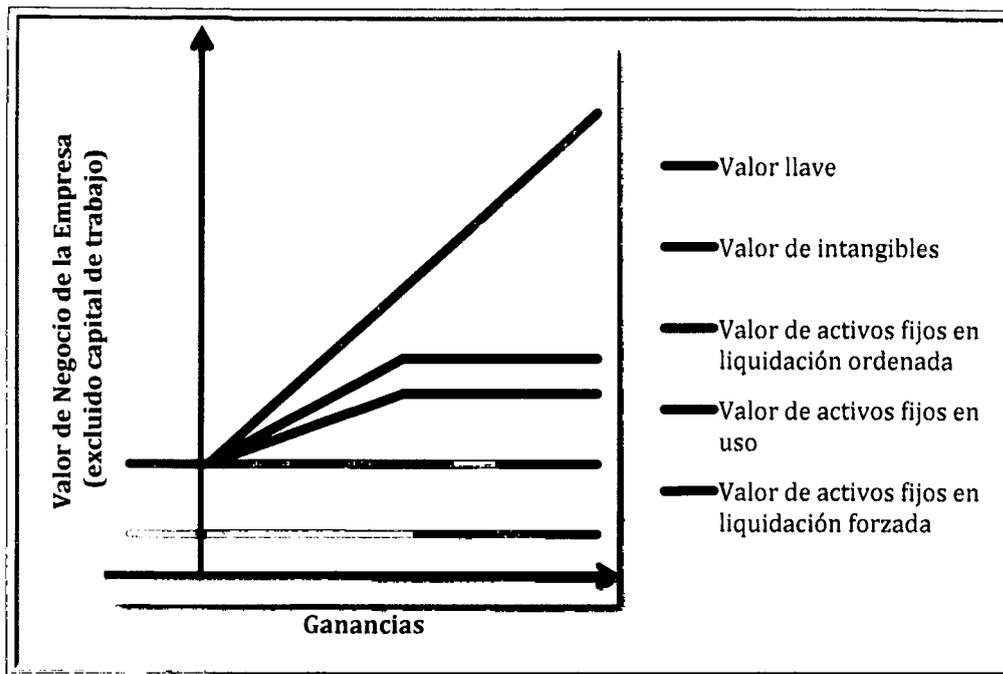
Asimismo, existe una relación entre los valores de una empresa cuando se valúa bajo distintas premisas, una empresa rentable tendrá su mayor valor como empresa en marcha y su menor valor bajo una liquidación forzada, mientras que una no rentable, tendrá su menor valor como empresa en marcha.

¹⁷ Rodrigo Ribeiro, CFA - Valuación de Empresas, Fundamentos y Práctica en Mercados Emergentes. Op. Cit.



A medida de que la rentabilidad de una empresa va aumentando, el valor del negocio en marcha va aumentando a causa de la valorización de los activos intangibles, como por ejemplo, el valor llave¹⁸.

Ilustración I: Rentabilidad y valor de la empresa¹⁹



La rentabilidad y las 5 fuerzas de Porter

Como ya se referenció en el punto anterior, la rentabilidad de la empresa determina también el valor de la misma. Michael Porter, profesor de la Harvard Business School, ha creado un modelo muy utilizado para el análisis de sectores de actividad llamado Modelo de las Cinco Fuerzas, donde, para Porter, la rentabilidad de un sector tiene como determinante sus características estructurales y afirma que existen cinco fuerzas que inciden sobre la competencia dentro de ese sector²⁰.

El estudio de los factores que inciden en la rentabilidad de la empresa es muy importante a la hora de determinar la valuación, ya que podrá incidir en la estimación de los ingresos futuros, el horizonte de planeamiento, etc.

En la siguiente ilustración muestra el esquema propuesto por Michael Porter.

¹⁸ Por valor llave, Rodrigo Ribeiro refiere al valor correspondiente a los activos intangibles del negocio. Rodrigo Ribeiro, CFA - Valuación de Empresas, Fundamentos y Práctica en Mercados Emergentes. Op. Cit.

¹⁹ Modificado a partir de Rodrigo Ribeiro, CFA - Valuación de Empresas, Fundamentos y Práctica en Mercados Emergentes. Op. Cit.

²⁰ Porter Michael, Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors - The Free Press, New York (1980)

Ilustración II: Modelo de las Cinco Fuerzas de Porter²¹



1. La intensidad de la rivalidad entre competidores de un sector es probablemente la fuerza mas importante que afecta a la rentabilidad del sector de actividad. En algunas industrias, la competencia es tan intensa que afecta la rentabilidad del sector entero, en otras por el contrario es casi inexistente.
2. El poder de negociación de los clientes incide en el precio que dicho cliente pagara por el producto y/o servicio y en el nivel de calidad exigida, por ende, influye en los márgenes de ganancia que podrá obtener.
3. El poder de negociación de los proveedores podrá afectar la rentabilidad aumentando el valor de los insumos o afectando su calidad.
4. La amenaza de entrada de nuevos competidores, la posible entrada de nueva competencia dependerá de la existencia o no de barreras de entrada (Económicas, legales, técnicas, etc.) al sector y de la reacción de los competidores actuales.
5. Amenaza de productos sustitutos: la existencia o no de productos sustitutos que puedan satisfacer las mismas necesidades del sector en estudio, podrá incidir en los precios y por ende, en la rentabilidad.

²¹ Elaboración propia, adaptado de Porter Michael, *Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors*. Op. Cit.



La valuación como una decisión

Ante todo, una valuación es un proceso decisorio; un sujeto o un conjunto de sujetos, deciden valorar una empresa u organización con el fin de venderla, comprarla, hacer un negocio con ella o, simplemente, conocer su valor.

El Doctor Pedro J. Pavesi²² definía a la decisión como un proceso previo a la acción, el cual *"implica un proceso de meditación, un pensamiento metódico, una deliberación sistemática, el desarrollo organizado de la reflexión, un razonamiento, un raciocinio mas o menos estructurado"*.

Es importante también, la distinción que Pavesi hace acerca del raciocinio, en el cual *"basta que haya ejercido un proceso mínimo de reflexión"*, por ende, toda decisión es racional²³

A partir del trabajo del premio Nobel Herbert A. Simon sobre la racionalidad limitada²⁴ que, en contraposición a la economía neoclásica, señala que la mayoría de las personas son sólo parcialmente racionales y, de hecho, actúan según impulsos emocionales no totalmente racionales en muchas de sus acciones. Estos estudios, complementados por el trabajo de Daniel Kahneman (también premio Nobel de Economía) y Amos Tversky²⁵ quienes desarrollaron la denominada teoría de las perspectivas, la cual indica que los individuos toman decisiones en entornos de incertidumbre, apartándose de los principios básicos de la probabilidad, mientras los atajos heurísticos como la aversión a la pérdida y los sesgos condicionan las percepciones que los participantes de la valuación puedan tener de la misma.

Estos trabajos y los posteriores, han llevado al desarrollo de las neurociencias, y en nuestro ámbito específico, la neuroeconomía y las finanzas conductuales, acerca de las cuales Manrique Hernández Ramírez, en su trabajo "Finanzas Conductuales: un enfoque para Latinoamérica"²⁶ cita: *"El paradigma clásico de la teoría financiera asume que los inversionistas funcionan en mercados libres de fricciones y toman decisiones racionales. Bajo este argumento, se alude con frecuencia a la teoría de los mercados eficientes, la cual propone que los mercados están compuestos por inversionistas que simultáneamente son racionales y que están muy bien informados, lo que les facilita su toma de decisiones y la derivación del verdadero valor de los activos. Sin embargo, existe cuantiosa evidencia la cual sugiere que el paradigma económico estándar -agentes racionales que operan en un mercado eficiente- no es adecuado para describir el comportamiento observable de los individuos en los mercados financieros (Elton, Gruber, y Busse, 2004; Stewart, 2006)"*.

Dicho de otro modo: las experiencias, los "anclajes", prejuicios, aversiones y hasta los estados de ánimo influyen en las decisiones económico-financieras y, por ende, dentro de este trabajo, en la valuación de empresas familiares.

²² Pavesi, Pedro J. - La Decisión - Ediciones Cooperativas (2000)

²³ Pavesi, Pedro J. - La Decisión. Op. Cit.

²⁴ Simon, Herbert (1957). "A Behavioral Model of Rational Choice" - Wiley (1957)

²⁵ Kahneman, D., Slovic, P. & Tversky, A. - Judgment under uncertainty: Heuristics and biases. New York: Cambridge University Press (1982).

²⁶ Hernández Ramírez, Manrique - Finanzas Conductuales: un enfoque para Latinoamérica - TEC Empresarial Vol.3, Ed.3, 2009



Contexto histórico económico

Los años noventa.

El fenómeno de las fusiones y adquisiciones en el país comenzó a desarrollarse con mas fuerza a partir de la apertura de la economía a fines de los años ochenta. A nivel político-internacional, este proceso, coincide con el fin del bloque comunista y, a nivel económico, con el comienzo del llamado Consenso de Washington²⁷. Los años noventa en la Argentina, a nivel empresarial, se caracterizaron por las grandes transformaciones que se dieron en todos los sectores, comenzando con la aprobación de la ley de reforma del estado²⁸, que marco el comienzo de las privatizaciones de la década de los noventa y la posterior ley de convertibilidad²⁹ que combatió eficazmente la inflación que asolaba el país. Estas transformaciones incentivaron una gran afluencia de capitales extranjeros y, por la aceleración de la globalización³⁰, la necesidad de nuevos conocimientos y prácticas gerenciales.

Estos capitales (excluyendo los especulativos), comenzaron a adquirir un gran número de empresas tradicionales de la Argentina, muchas de ellas familiares, ya sea como parte de compañías extranjeras o por medio de fondos de inversión. Entre estos últimos, quizás uno de los mas conocidos de ellos en la Argentina sea el Grupo Exxel, el cual en esos años adquirió varias empresas familiares como por ejemplo Havanna o Freddo, ambas alimenticias y de gran tradición en nuestro país.³¹

Las causas del desprendimiento de los capitales de sus empresas tienen varios motivos, pero principalmente la apertura a las importaciones y el acceso a estos capitales a nuestros mercados, terminaron minando la competitividad que poseían las empresas locales, por lo que fueron pocas las que pudieron mantenerse sin sumarse a la ola de ventas.

No todas las empresas de capital nacional tuvieron esta opción en este periodo, muchas ni siquiera sobrevivieron y tuvieron que cerrar sus puertas.

Es así que para fines de la década de 1990, el país evidenciaba una creciente extranjerización en la propiedad y en la participación del total de ventas de sus empresas ³².

²⁷ Por el Consenso de Washington, ver Anexo C.

²⁸ La Ley 23.696, sancionada el 17 de agosto de 1989, autorizaba al Presidente a proceder con la privatización de un gran número de empresas estatales y la fusión o disolución de diversos entes.

²⁹ La Ley 23.928, sancionada el 27 de marzo de 1991, establecía una paridad cambiaria de un dólar estadounidense por cada diez mil Australes (Moneda vigente en ese entonces en la Argentina), esta ultima moneda fue luego reemplazada por el peso convertible, equivalente también a diez mil australes con lo cual, el sistema comenzó a conocerse como el "uno a uno", donde, por ley, se debía restringir el circulante a la cantidad de dólares que se poseían en reservas.

³⁰ La globalización es un proceso económico, tecnológico, social y cultural a escala planetaria que consiste en la creciente comunicación e interdependencia entre los distintos países del mundo uniendo sus mercados, sociedades y culturas, a través de una serie de transformaciones sociales, económicas y políticas que les dan un carácter global. Fuente: Wikipedia <http://es.wikipedia.org/wiki/Globalización>

³¹ Este grupo, fundado en 1991 por un ex director del Citigroup, intentó introducir en el país las prácticas de los *private equities*, o sea, la compra de empresas endeudadas, con necesidades de capital de trabajo o sin rentabilidad para luego sanearlas, reducir gastos y proveerles un mejor management, con el fin de venderlas a un precio mayor del adquirido. [Elaboración propia a partir de http://en.wikipedia.org/wiki/Private_equity]

³² Ver Anexo D.



A partir de fines de la década y ante una creciente recesión, en diciembre de 2001, estalla una profunda crisis económica, política y social que pone fin al régimen cambiario imperante, devalúa la moneda, cayendo fuertemente el PBI y la actividad, provocando altos niveles de indigencia y pobreza inéditos en la historia argentina. La consiguiente salida de la convertibilidad y subsiguiente devaluación, mejora la competitividad internacional de los productos nacionales a la vez que al encarecerse los productos importados, lo que desarrolla oportunidades de sustitución de importaciones. Estos factores contribuyen a una salida relativamente rápida de la crisis y una recuperación sostenida³³.

La primera década del siglo XXI y el escenario pos-crisis.

La recuperación referida, cambia también la matriz empresarial argentina, de una economía basada en servicios en los noventa a una orientada al modelo agroexportador y procesamiento de esta producción primaria.

Otros sectores favorecidos son los ligados a la industria liviana de sustitución de importaciones, exportación de productos terminados y construcción, por citar algunos ejemplos. Muchas de estas empresas y nuevos emprendimientos se pueden catalogar en lo que es una empresa familiar y, muchas de ellas (como también otras empresas de gran tamaño), son adquiridas por capitales nacionales y extranjeros, con preponderancia de los Brasileños.

Asimismo, muchas empresas que habían sido vendidas, vuelven a ser compradas por empresarios nacionales y, en algunos casos, hasta por sus dueños originales.

El contexto actual.

A partir del año 2007, comienza en el país una aceleración de la tasa de inflación. En medio de un año electoral, el gobierno decide no enfriar la actividad económica y comienza asimismo a cambiar los métodos de medición de la inflación. Esta decisión llevó a la pérdida de confianza en las estadísticas oficiales por gran parte de la población y el empresariado que, sumadas a controles e injerencias del estado en la actividad privada, desalentaron la inversión extranjera en el país.

Posteriormente, a partir de la crisis financiera mundial del año 2009, con una desaceleración del crecimiento, merma de las reservas internacionales y la necesidad de mantener los niveles de gasto público e incluso incrementarlos, desembocan, luego de la reelección de la Presidenta, en una serie de medidas tendientes a restringir las compras de moneda extranjera, transferencias hacia el exterior y remisión de utilidades.

Al continuar el drenaje de las reservas internacionales, nuevas medidas desde la restricción de importaciones a prohibir el atesoramiento de moneda extranjera e inclusive la imposición de tributos³⁴ a los consumos en el extranjero son implementadas.

³³ Ver Anexo E.

³⁴ En septiembre de 2012, sumado a la prohibición de compra de moneda extranjera para atesoramiento, el gobierno sumo un anticipo del impuesto a las ganancias del 15% a los consumos en el extranjero con tarjetas de débito y crédito, aumentándolo al 20% en marzo de 2013 y extendiéndolo a compras de paquetes turísticos comprados dentro del país con destino el extranjero, culminando con un último aumento de la retención al 35%. [Nota del Autor].



Estas medidas, han afectado la inversión extranjera en la Argentina como así también la interna, no solo por la incertidumbre generada, sino también por la brecha que se genera entre los costos, que habitualmente se correlacionan con las variaciones del tipo de cambio llamado "Blue"³⁵ cotización mayor y con mayor volatilidad que el tipo de cambio oficial, índice bajo el cual se calculan las ventas (Sobre todo las exportaciones), el cual estuvo sufriendo desde el segundo semestre de 2012 una devaluación constante pero menos acelerada que el dólar informal. Durante el año 2013, nuevamente al tratarse de un año electoral³⁶, el gasto público aumentó, no así el ritmo de la devaluación del dólar oficial, efectuándose para el segundo semestre de 2013, minidevaluaciones diarias que no lograron aumentar la competitividad externa y calmar las expectativas acerca del verdadero ritmo de la inflación. Estas expectativas y un endurecimiento de las medidas restrictivas a la compra de moneda extranjera con el fin de evitar el debilitamiento de las reservas internacionales presionaron al alza el precio del dólar paralelo y acrecentaron aún más la brecha existente entre ambos tipos de cambio en ese semestre.

A comienzos de 2014, una devaluación del 11% (la mayor en 12 años), aumenta las presiones inflacionarias que, hasta la fecha no han sido resueltas al continuar la elevada emisión monetaria y el aumento del gasto público.

A pesar de que, debido a lo explicitado anteriormente, el clima de negocio pueda parecer enrarecido, el autor cree que no deja de ser una oportunidad importante para aprovechar adquisiciones de negocios que podrían estar subvaluados.

Principales métodos de valuación, una perspectiva.

Volviendo a lo comentado en la justificación del tema elegido, en mercados desarrollados, se puede hacer una aproximación al valor de una sociedad con cotización en mercados transparentes con la siguiente expresión³⁷:

$$\text{Capitalización de Mercado} + \text{Deuda} = \text{Valor del Negocio}$$

Ecuación que puede ser re expresada de la siguiente forma:

$$\text{Cantidad de Acciones en Circulación} \times \text{Precio por Acción} + \text{Deuda} \\ = \text{Valor del Negocio}$$

O sea, partiendo de la ecuación contable fundamental:

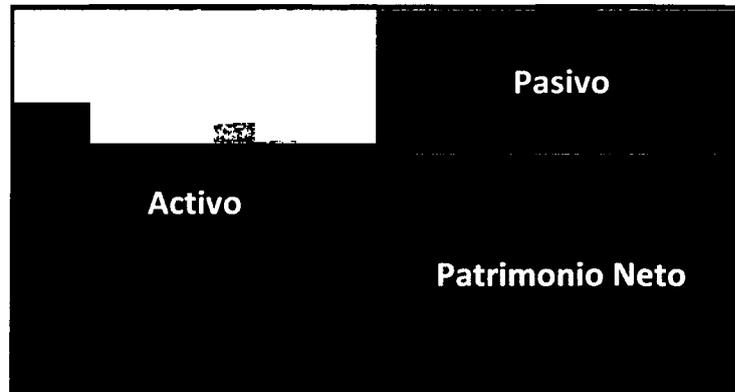
³⁵ Blue es un Argentinismo para denominar al dólar paralelo o del mercado negro [Nota del Autor].

³⁶ En octubre de 2013 se celebraron en Argentina elecciones legislativas donde se renovaron la mitad de ambas cámaras Nacionales, la mitad de los cargos legislativos provinciales y municipales, en la cual el oficialismo obtuvo el 33,27% de los votos, lejos del 54,11% obtenido en las elecciones presidenciales del 2011, lo que refleja cierto deterioro de la confianza en el gobierno por parte de la población. [Nota del Autor].

³⁷ Adaptado y modificado de Rodrigo Ribeiro, CFA - Valuación de Empresas, Fundamentos y Práctica en Mercados Emergentes. Op. Cit.

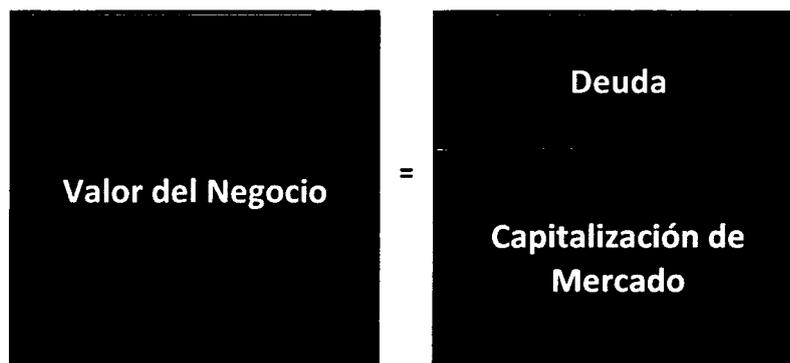


Ilustración III: Ecuación contable fundamental



Podemos utilizarla, cambiando las expresiones para llegar a la siguiente igualdad:

Ilustración IV: Aproximación al Valor Empresa Cotizante³⁸



Siendo el valor del negocio equivalente al valor de la empresa y, la deuda + la capitalización del mercado igual al valor del capital invertido.

En sociedades cerradas³⁹, o en mercados menos desarrollados, no se puede conocer el valor de las acciones, se deben aplicar distintas técnicas y métodos de valuación, cada uno con sus ventajas y/o desventajas.

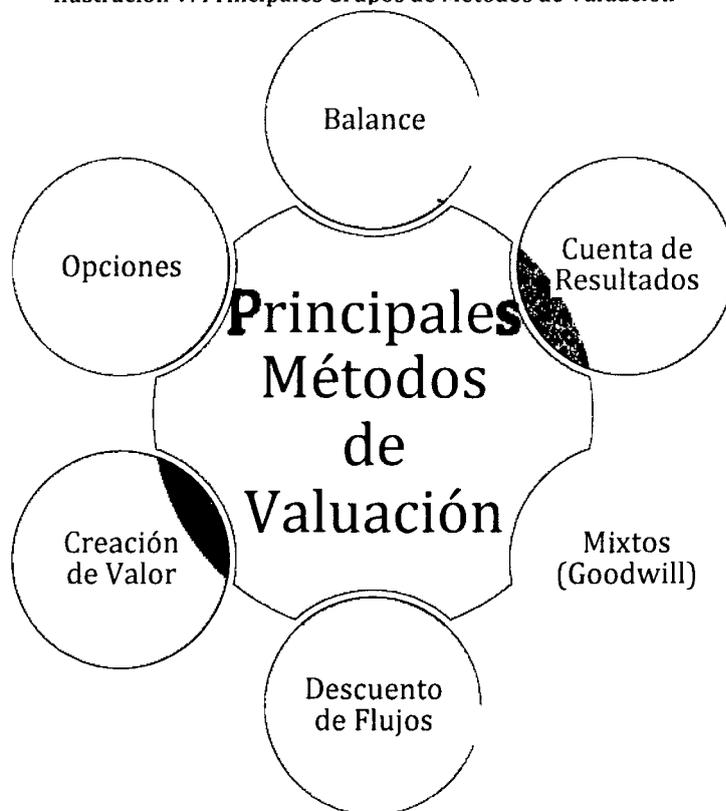
Como base teórica, se evaluarán seis grupos en los que se pueden clasificar los diferentes métodos de valuación usualmente utilizados para valorar empresas. Es importante remarcar, que hasta cierto punto, los métodos no son excluyentes, y pueden indicar los diferentes métodos, límites entre los cuales se ubicara el precio final, si es que la operación de compra venta finalmente se realiza.

³⁸ Modificado de Rodrigo Ribeiro, CFA - Valuación de Empresas, Fundamentos y Práctica en Mercados Emergentes. Op. Cit

³⁹ Por sociedades cerradas se conoce a aquellas que no ofrecen sus acciones en oferta pública. [Nota del Autor].



Ilustración V: Principales Grupos de Métodos de Valuación⁴⁰



Métodos basados en el Balance de la empresa.

Los métodos basados en el balance de la empresa, intentan determinar el valor de la empresa a través de una estimación del valor de su patrimonio. Son métodos tradicionales que consideran al valor de una empresa como el valor de sus activos o su balance. La principal falla se ve reflejada en el hecho de que ven a la empresa desde una perspectiva estática de la misma, no teniendo en cuenta su evolución en el tiempo ni tampoco aspectos importantes como ser, los recursos humanos, problemas de organización, entorno, competencia, etc., que no se ven reflejados en el balance. Dentro de estos métodos, se pueden destacar:

Valor Contable

También llamado valor de libros, patrimonio neto o fondos propios de la empresa; es el valor de los recursos propios que figuran en el balance, lo cual es equivalente a la diferencia entre el activo total y el pasivo.

En siguiente tabla, simularé una situación del balance de una empresa ficticia para poder ejemplificar estos métodos de valuación, en algunos casos, dos o mas métodos se ejemplificaran con el mismo ejemplo con fines comparativos:

⁴⁰ Adaptado de Fernández, Pablo, Métodos de Evaluación de Empresas, Op. Cit.



Tabla I: ejemplo empresa Valuar S.A., valor contable (En millones de pesos)⁴¹.

| ACTIVO | | PASIVO | | | |
|---------------------|------------|--------------------------|------------|------------------------------|------|
| Caja y Bancos | 10 | Proveedores | 45 | Ventas | 320 |
| Cuentas por cobrar | 14 | Deuda Corto | 14 | Costo Mercadería Vendida | -144 |
| Inventario | 47 | Deuda Largo | 41 | Gastos generales | -132 |
| Activos fijos | 120 | Pat. Neto | 91 | Intereses | -4 |
| Total Activo | 191 | Total Pasivo y PN | 191 | Beneficio antes de Impuestos | 40 |
| | | | | Impuestos (35%) | -14 |
| | | | | Beneficio neto | 26 |

Supongamos el ejemplo de la tabla anterior, el valor contable o valor en libros de las acciones es igual a su patrimonio neto: 91 millones, o, lo que es lo mismo, la diferencia entre el activo real (191) y el pasivo (45 + 14 + 41), nuevamente: 91 millones.

Este método tiene el inconveniente que la contabilidad relata una versión de la empresa; los criterios contables permiten valuar activos de diferentes maneras, aun respetando principios contables, mientras que el valor de las acciones depende de las expectativas. Es por ello que rara vez el valor contable coincide con el valor de mercado.

Valor contable ajustado o valor del activo neto real

Este método intenta reparar la principal falla que ocurre al incorporar exclusivamente criterios contables a la valoración, aunque solo lo hace parcialmente.

La diferencia con el método anterior es que los activos y pasivos se ajustan a valor de mercado, obteniéndose el patrimonio neto ajustado. Continuando con el ejemplo anterior y se ajustarán algunas partidas del balance en forma individual a su valor de mercado aproximado.

Por ejemplo:

- ↓ Se incluye deuda incobrable por 3 millones, la partida deudores figuraría por un valor de 11 millones.
- ↓ Una revalorización del inventario a valor de mercado y descontada la merma, ajusta esta partida a 54.
- ↓ Activos fijos, revaluados, tienen un valor de 160.
- ↓ El valor de mercado de las deudas es igual a su valor de mercado.

El nuevo balance ajustado sería el que se representa en la Tabla II:

⁴¹ Adaptado de Fernández, Pablo, Métodos de Evaluación de Empresas, Op. Cit.



Tabla II: ejemplo empresa Valuar S.A., valor contable ajustado (En millones de Pesos)⁴².

| ACTIVO | | PASIVO | | | |
|---------------------|------------|---------------------------|------------|------------------------------|-----------|
| Caja y Bancos | 10 | Proveedores | 45 | Ventas | 320 |
| Cuentas por cobrar | 11 | Deuda Corto | 14 | Costo Mercadería Vendida | -144 |
| Inventario | 54 | Deuda Largo | 41 | Gastos generales | -132 |
| Activos fijos | 160 | Pat. Neto Ajustado | 135 | Intereses | -4 |
| Total Activo | 235 | Total Pasivo y PN | 235 | Beneficio antes de impuestos | 40 |
| | | | | Impuestos (35%) | -14 |
| | | | | Beneficio neto | 26 |

El valor contable ajustado es de 135 millones: el activo total (235), menos el pasivo (45 + 14 + 41). El valor contable ajustado supera en 44 millones al valor contable.

Valor de liquidación

Se entiende por el valor de la empresa en el caso de que se decida su liquidación, se vendan sus activos y se cancelen sus deudas. Se calcula deduciendo del Patrimonio Neto Ajustado los gastos relacionados con la liquidación de la misma (Indemnizaciones a empleados, deudas fiscales, otros gastos atribuibles a la liquidación).

Partiendo del ejemplo anterior, si la sumatoria de los gastos referidos ascendieran a 45 millones, el valor de liquidación de empresa Valuar S.A. sería 90 millones (135 - 45).

La utilidad de este método se restringe a una situación en concreto, y esta es la liquidación del negocio, o su compra con ese mismo fin, pero representa el *valor mínimo* de la empresa, ya que suponiendo la continuidad en el tiempo de la misma, su valor sería superior.

Valor sustancial

Este representa la inversión que debería hacerse en el caso de querer constituir una empresa idéntica a la que se pretende valorar. Se podría definir también como el valor de reposición de los activos, en el supuesto de continuidad del negocio, como oposición al valor de liquidación y, normalmente, no se incluyen aquellos bienes que no contribuyen a la explotación (Propiedades no utilizadas, participaciones, etc.).

Existen tres clases de valor sustancial:

- ↓ *Valor sustancial bruto*: valor del activo a precio de mercado, en el ejemplo de la Tabla II, 235 millones.
- ↓ *Valor sustancial neto o activo neto corregido*: es el valor sustancial bruto menos el pasivo, o sea el Patrimonio Neto Ajustado, en el ejemplo de la Tabla II, 135 millones.
- ↓ *Valor sustancial bruto reducido*: es el valor sustancial bruto reducido solo por el valor de la deuda sin coste, siguiendo los ejemplos de la Tabla II,

⁴² Adaptado de Fernández, Pablo, Métodos de Evaluación de Empresas, Op. Cit.



190 millones, o sea el valor de los activos (235) menos los proveedores (45).

Consideraciones acerca del valor contable

Por lo general, el valor contable o de libro de las acciones y/o empresa tiene poca correlación con su valor de mercado. El valor contable o *book value*⁴³ tiene mucha influencia de los diversos métodos contables utilizados para su confección, siendo el valor que la contabilidad considera que poseen las acciones de la empresa, mientras que el valor de mercado toma en cuenta las expectativas del rendimiento futuro de sus activos, como así también incluye el valor de marca y llave que no es incorporado en el cálculo del patrimonio neto.

Métodos basados en la cuenta de resultados

Estos métodos a diferencia de los basados en el balance, tratan de determinar el valor de la empresa a través de sus beneficios, ventas u otro indicador. Es común en Argentina, por ejemplo, valorizar los kioscos de diarios a través de la multiplicación de sus ventas mensuales por un coeficiente⁴⁴. Otras industrias pueden ser valuadas multiplicando un coeficiente por su capacidad de producción, número de abonados o suscriptores, el volumen de sus operaciones, etcétera.

Los métodos basados en el PER⁴⁵, según este método, el precio de la acción es un múltiplo del beneficio⁴⁶.

Valor de los beneficios. PER.

En este método, el valor de las acciones se obtiene de multiplicar el beneficio anual neto por un coeficiente llamado PER (Price earnings ratio), o sea:

$$\text{Valor de las acciones} = \text{PER} \times \text{Beneficio}$$

⁴³ *Book value* o valor de libros en castellano es sinónimo de valor contable. [Nota del Autor].

⁴⁴ Este coeficiente suele variar según la ubicación de la explotación u algún otra variable relevante. [Nota del Autor].

⁴⁵ PER (*price earnings ratio*) de una acción, indica el número de veces que la ganancia de una acción esta contenida en el precio. Proporciona una medida del precio que en el mercado financiero se paga por cada peso de beneficio o ganancia de la empresa en cuestión, surge del cociente entre el precio de la acción y la ganancia que genera dicha acción; $PER = \frac{P}{E}$, donde P denota el precio individual de la acción y E el beneficio del último año dividido la cantidad de acciones en plaza. Fuente: Andrés S. Suárez Suárez - *Decisiones Optimas de Inversión y Financiación en la Empresa* - Editorial Pirámide - Decimoctava Edición, reimpresión 1998.

⁴⁶ Fernández, Pablo, *Métodos de Evaluación de Empresas*, Op. Cit.

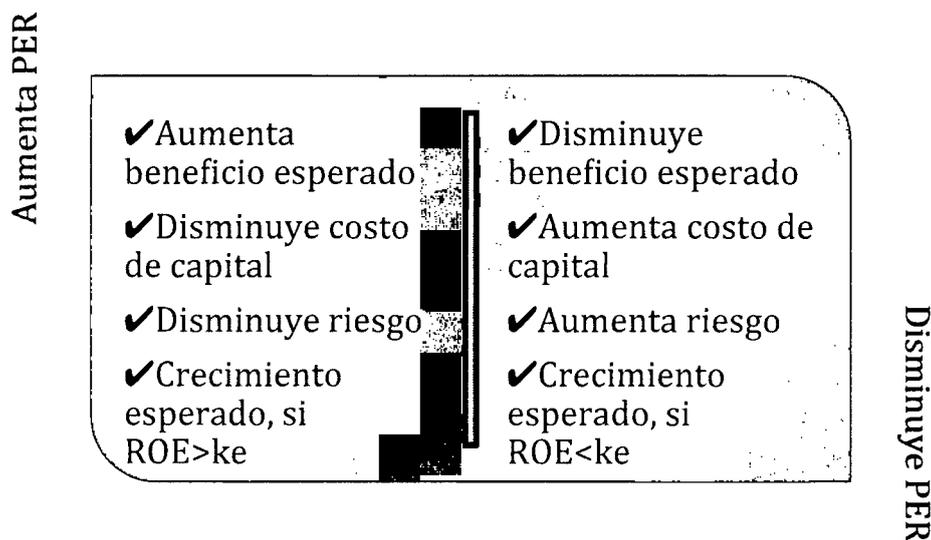


El PER es la referencia dominante en los mercados bursátiles, es un parámetro que relaciona una magnitud de mercado como es la cotización, con una puramente contable como es el beneficio⁴⁷.

Según Fernández⁴⁸, *existe una relación entre el PER (Que como se dijo, es muy utilizado en la valoración de empresas cotizantes), la rentabilidad exigida por los accionistas y el crecimiento medio estimado para el cash flow generado por la empresa. Estas relaciones permiten, en ocasiones, realizar juicios rápidos sobre la sobrevaluación o infravaloración de una empresa.*

Entre las principales relaciones y condicionantes al PER se encuentran las mostradas en la siguiente ilustración.

Ilustración VI: Condicionantes al PER⁴⁹.



Asimismo, este coeficiente, usado como parámetro para la valuación, puede variar sensiblemente de un año a otro, poseyendo además, algunas ventajas y desventajas como podemos observar a continuación:

⁴⁷ Fernández, Pablo, Métodos de Evaluación de Empresas, Op. Cit.

⁴⁸ Fernández Pablo, Valoración de Empresas – Ediciones Deusto/Gestión 2000 – tercera edición – 2004.

⁴⁹ Adaptado a partir de Fernández Pablo, Valoración de Empresas. Op. Cit.

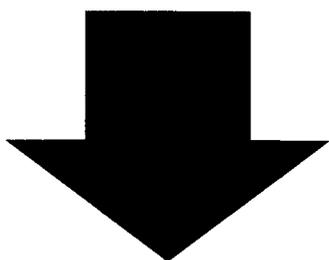


Ilustración VII: Ventajas y desventajas del uso del PER⁵⁰



Ventajas

- Simple de calcular y ampliamente disponible para empresas de capital abierto. Facilita las comparaciones entre acciones.
- Relaciona el precio que se paga por los beneficios actuales.
- Sustituto de otras características de la firma, incluyendo riesgo, rendimiento y crecimiento.



Desventajas

- Suponer que eliminan la necesidad de hacer hipótesis sobre riesgo, crecimiento y dividendos.
- Suponer que reflejan mejor los humores y percepciones del mercado.
- Puede ser influido por las convenciones contables, a partir del cálculo del beneficio.

Valor de los dividendos

Los dividendos son pagos periódicos que reciben los accionistas. Estos son el único flujo periódico que reciben por sus acciones en la mayoría de los casos.

Este método se basa en que el valor de una acción es el valor actual de los dividendos que se espera recibir de ella. En el caso de una perpetuidad, o sea se esperan recibir dividendos constantes todos los años, dicho valor puede expresarse de la siguiente manera:

$$\text{Valor de la acción} = \frac{DPA}{K_e}$$

Donde, DPA = dividendo por acción repartido por la empresa y K_e , la rentabilidad exigida a las acciones. Esta rentabilidad es la que esperan recibir los accionistas por arriesgar su dinero en el negocio y sentirse remunerados por dicho riesgo. Se obtiene sumando la rentabilidad de los bonos del Estado a largo plazo más la prima de riesgo de la empresa.

Si se espera que el dividendo crezca indefinidamente a un nivel constante (g), la expresión anterior se re expresa de la siguiente manera:

$$\text{Valor de la acción} = \frac{DPA_1}{(K_e - g)}$$

⁵⁰ Elaboración propia a partir de López Dumrauf, Guillermo - Valuación por comparables ("múltiplos") - UCEMA - agosto de 2004. http://www.ucea.edu.ar/u/gl24/Slides/Valuacion_por_comparables.pdf



Siendo DPA_1 , los dividendos por acción del año próximo.

La evidencia empírica muestra que las empresas que pagan mas dividendos, no acrecientan el valor de sus acciones. Esto se debe a que cuando se distribuyen dividendos, normalmente, se reduce el crecimiento, ya que distribuye sus ganancias en vez de reinvertirlas nuevamente.

Múltiplo de ventas

Este método, muy empleado en ciertos sectores⁵¹, calcula el valor de la empresa multiplicando sus ventas de un periodo (según el sector, anual, mensual, etc.) por un número. Este número varia no solo según el sector, sino también según la coyuntura y aspectos como la ubicación de la explotación.

Pablo Fernández⁵², referencia un análisis efectuado por Smith Barnes de la relación entre el ratio precio/ventas y la rentabilidad de la acción, para analizar la consistencia del método.

Se estudiaron empresas grandes de 22 países con capitalización mayor a 150 millones de dólares. Dividió las empresas en cinco grupos según su ratio precio/ventas; el grupo 1 era el formado por las empresas con menor ratio hasta el grupo 5 el cual era el formado con las empresas con mayor ratio.

La rentabilidad media por grupo se expone en la tabla III:

Tabla III: Relación entre rentabilidad y el ratio precio/ventas (estudio Smith Barney)

| | Grupo 1 | Grupo 2 | Grupo 3 | Grupo 4 | Grupo 5 |
|------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Dic 1984 – dic 1989 | 38,2% | 36,3% | 33,8% | 23,8% | 12,3% |
| Dic 1989 – sep 1997 | 10,3% | 12,4% | 14,3% | 12,2% | 9,5% |

Si se analiza el primer periodo, de diciembre de 1984 a diciembre de 1989, las empresas con menor ratio precio/ventas fueron en promedio mas rentables que aquellas con un ratio mayor. Pero para el siguiente periodo, esto no fue asi; no hubo ninguna relación entre la rentabilidad y el ratio precio/ventas en este periodo.

El ratio precio/ventas puede descomponerse en dos:

$$\frac{\text{Precio}}{\text{Ventas}} = \left(\frac{\text{Precio}}{\text{Beneficio}} \right) \times \left(\frac{\text{Beneficio}}{\text{Ventas}} \right)$$

⁵¹ En la Argentina es común usarlo en la compra-venta de fondos de comercio de negocios minoristas [Nota del Autor].

⁵² Fernández, Pablo, Métodos de Evaluación de Empresas, Op. Cit.



El primer término (precio/beneficio) es el PER y el segundo término de la ecuación (beneficio/ventas) es la rentabilidad sobre ventas.

Otros múltiplos

Otros múltiplos utilizados son:

- ↓ Valor de la empresa/beneficio antes de intereses e impuestos (EBIT⁵³)
- ↓ Valor de la empresa/beneficio antes de amortización, intereses e impuestos (EBITDA⁵⁴)
- ↓ Valor de la empresa/caso flow operativo
- ↓ Valor de las acciones/valor contable
- ↓ Q de Tobin⁵⁵

Fernández⁵⁶, muestra que algunos de los múltiplos utilizados para valorar empresas de internet son:

- ↓ Precio/ventas
- ↓ Precio/cantidad de suscriptores
- ↓ Precio/páginas visitadas

Métodos mixtos, basados en el fondo de comercio o goodwill⁵⁷

El fondo de comercio, intenta calcular el valor que tiene la empresa por encima de su valor contable o por encima de su valor contable ajustado, tratando de incluir en el análisis, los factores inmateriales como marca, prestigio, liderazgo, clientela, etc., que generalmente no aparece en el balance y diferencia un emprendimiento de otro dentro de una misma industria.

⁵³ EBIT, del inglés, acrónimo de *earnings before interest and taxes*

⁵⁴ EBITDA, del inglés, acrónimo de *earnings before interest, taxes depreciation and amortization*

⁵⁵ Este múltiplo surge de la fórmula $Q = \frac{\text{Valor de mercado de la empresa}}{\text{Costo de reposición de los activos}}$, compara el valor de mercado de la empresa con lo que costaría reponer los activos de la misma (no el valor de libros). Tobin sostiene que las empresas tienen un incentivo para invertir cuando $q > 1$ y dejan de invertir cuando desciende a 1 o inclusive queda por debajo de 1, ya que si es mayor a 1, el valor de mercado de la nueva inversión excederá a su coste, si es menor, el coste excederá a su valor de mercado.

⁵⁶ Fernández Pablo, *Valoración de Empresas* – Ediciones Deusto/Gestión 2000 – tercera edición – 2004.

⁵⁷ Fernández, Pablo, *Métodos de Evaluación de Empresas*. Op. Cit., comenta que "se siente en el deber de manifestar al lector que no le gustan nada estos métodos", principalmente porque son arbitrarios, pero, al igual que en la obra de Fernández, se incluirá una breve reseña.



Se consideran métodos mixtos ya que incluyen un punto de vista estático y otro dinámico; realizan primero una valoración estática de los activos de la empresa, para luego sumarle una cantidad representada por la cuantificación del valor de los beneficios futuros (un punto de vista más dinámico). En el Anexo G muestra diferentes métodos de este tipo, donde el valor de los activos netos (representado por la letra A), se le suma el valor del fondo de comercio, que según el método, se calcula de diferente manera.

He incluido estos métodos también, ya que se estima que en la etapa de investigación, se encontrarán estos métodos o variantes de los mismos utilizados en la valuación de empresas familiares: estos métodos han sido muy utilizados en el pasado y es muy probable que continúen en uso.

Valuación de Opciones Reales

Este tipo de métodos de valuación se utilizan en situaciones muy concretas que normalmente no se encuentran en los alcances del presente trabajo.

Las situaciones que se presentan con respecto a las compras de empresas familiares pueden resolverse con métodos más tradicionales de valuación, como referencia Mascareñas⁵⁸; estos son idóneos cuando se trata de evaluar decisiones de inversión que no admiten demora (realizar el proyecto ahora o nunca), que, en realidad, no suelen ser los tipos de problemas que enfrentan las empresas familiares.

Es cuando la empresa posee algún tipo de flexibilidad futura (o sea, dentro del proyecto mismo, existen varios cursos de acción cada uno de ellos con su volatilidad), que no puede realizarse con técnicas tradicionales como VAN y TIR⁵⁹.

Asimismo, es posible subsanar gran parte de estas situaciones mediante el uso de árboles de decisión⁶⁰, pero el método existe y es por ello que creo pertinente su inclusión dentro del marco teórico.

Una opción es básicamente, un contrato que habilita a su comprador a ejercer el derecho, pero no la obligación, de comprar o vender un activo. Este tipo de instrumento entra en los llamados derivados, ya que tienen como base un activo (el llamado activo subyacente), el cual puede ser de tipo real (por ejemplo, un inmueble, patente, proyecto de inversión, etc.) o financiero (acciones, bono, contratos de futuros, etc.), de ahí la denominación opciones reales en el primero de los casos.

Existen varios tipos de opciones reales; opciones de explotar concesiones petrolíferas, mineras, ampliar negocios, aplazar inversiones, abandonar negocios, etc. La ilustración que se muestra a continuación, ejemplifica una clasificación de ellas:

⁵⁸ Mascareñas, Juan - Opciones reales en la valoración de proyectos de inversión - Universidad Complutense de Madrid - 2007. <http://www.gacetafinanciera.com/opciones%20reales.pdf>

⁵⁹ VAN (Valor Actual Neto) y TIR (Tasa Interna de Retorno) son métodos de actualización de flujos de fondos muy utilizados para la evaluación de proyectos de inversión.

⁶⁰ Los árboles de decisión, son herramientas que permiten el análisis de situaciones donde existen diferentes alternativas y sucesos, los cuales son secuenciales en el tiempo.



Ilustración VIII Clasificación de Opciones Reales⁶¹

| Opciones Contractuales | Opciones de crecimiento o aprendizaje | Opciones de flexibilidad |
|--|--|---|
| <ul style="list-style-type: none">• Concesiones petrolíferas• Concesiones mineras• Franquicias | <ul style="list-style-type: none">• Ampliar• Investigación y desarrollo• Adquisiciones• Aprendizaje• Nuevos negocios• Nuevos clientes• Canal Internet• Mejorar eficiencia para aumentar barreras de entrada | <ul style="list-style-type: none">• Aplazar la inversión• Reducir el proyecto• Usos alternativos• Renegociación de contratos• Outsourcing• Abandonar• Cierre temporal• Modificación de productos |

Como referencia Fernández en su obra sobre opciones reales⁶², las fórmulas de valuación de opciones financieras se basan en el arbitraje, esto es, la posibilidad de formar una cartera réplica que proporcione unos flujos idénticos a los de la opción financiera y son muy exactas. Estas formulas, por lo menos en sus formas puras, no son adecuadas para valorar opciones reales porque las mismas, casi nunca son replicables. Aunque es posible modificar las formulas para tener en cuenta la no reciprocidad, existen tres problemas que se pueden encontrar al valorar opciones reales:

- ↓ Definir los parámetros necesarios para valorar las opciones reales
- ↓ Definir y cuantificar la volatilidad de las fuentes de incertidumbre
- ↓ Calibrar la exclusividad de la opción

Estos factores contribuyen a que la valoración de opciones reales sea en general, difícil, bastante menos exacta y mas cuestionable que la valoración de opciones financieras. Asimismo, por su complejidad técnica, son mucho mas difíciles de comunicar las valuaciones de opciones reales que las de un proyecto de inversión ordinario.

Métodos basados en Flujos de Fondos⁶³

Estos métodos, así como los siguientes, siguen el criterio general representado por la siguiente formula:

⁶¹ Fuente Fernández., Pablo - Valuación de Opciones Reales: dificultades, problemas y errores - IESE Business School, Universidad de Navarra - 2013. Descargable de <http://ssn.com/abstract=1159045>

⁶² Fernández., Pablo - Valuación de Opciones Reales: dificultades, problemas y errores - IESE Business School, Universidad de Navarra - 2013. Op. Cit.

⁶³ Este apartado, esta basado en el libro de *Tapia, Gustavo (Coordinador); Aire, Carlos; De Jesús, Mauro; Perossa Mario y Roubly, Hernán - Valuación de Empresas - Omicron Editorial - Primera Edición 2012.*



$$\sum_{j=1}^n \frac{FF_j}{(1+k)^j}$$

Donde:

↓ FF_j = Flujos de Fondos del período j .

↓ k = tasa de descuento del período j .

Este método considera a la empresa como un ente generador de fondos, por lo cual tiene una visión financiera del negocio y no considera, a priori, las actividades que el ente desarrolla.

La siguiente ilustración, muestra las cuatro variables principales a considerar en los métodos basados en Flujos de Fondos.

Ilustración IX: Variables para el tratamiento de Flujos de Fondos



Se evaluará la actuación de la empresa en el periodo de horizonte fijado previamente para llegar al resultado final del flujo de fondos de cada período considerado.

Asimismo, se evaluarán los riesgos a los cuales se enfrenta la organización, dependiendo estos de la composición de sus activos y las actividades que desarrolla, para aplicar, a los flujos de fondos una tasa de descuento correspondiente al riesgo asumido⁶⁴.

⁶⁴ El Anexo G trata sobre las tasas de descuento y sus condicionantes.



Otra variable de importancia es el horizonte de planeamiento, que es el tiempo por el cual se va a considerar a futuro las actividades de la empresa. El valor residual de la organización (referidos a los flujos posteriores al horizonte de planeamiento), se consideran a veces como una cuarta variable, pueden constituir una parte considerable de los fondos estudiados y generalmente reciben el tratamiento de una perpetuidad.

Con respecto al horizonte de planeamiento, la vida económica considerada es un elemento primordial en la valuación de la empresa.

Por ejemplo:

- ↓ Las empresas que desarrollan tecnología de punta, deberán tener un menor horizonte de planeamiento.
- ↓ La que se desarrolla en un mercado estable, el periodo podrá ser mayor.
- ↓ Si las dimensiones de la empresa son importantes, se deberá prever un horizonte mayor.
- ↓ En un contexto económico inestable, es preferible reducir el horizonte de planeamiento.

Además, si se considera un periodo de crecimiento, habrá que analizar sus límites dentro del horizonte temporal estudiado, así como también evaluar la existencia de incrementos en infraestructura, capacidad instalada, actualizaciones tecnológicas, etc., siempre en consonancia con el crecimiento que se proyecta.

Métodos basados en Creación de Valor.⁶⁵

Los métodos de análisis de creación de valor exigen de ciertas fórmulas denominadas value metrics, cuyo objetivo es medir la creación o destrucción de valor generado por políticas de gestión. Entre los más conocidos se encuentran:

- ↓ EVA, Valor Económico Agregado (*Economic Value Added*)⁶⁶.
- ↓ MVA, Valor de Mercado Agregado (*Market Value Added*).
- ↓ CVA, Valor de Caja Agregado (*Cash Value Added*).
- ↓ SVA, Valor adicional del accionista (*Shareholder Value Added*).
- ↓ TSR, Rendimiento total del accionista (*Total Shareholder Return*).

De ellos, el **EVA**, es una metodología que intenta conocer el valor de una organización a través de la generación de valor que la misma produce.

⁶⁵ Además de la obra de Tapia, Op. Cit., en la elaboración de esta sección, se consultó también la obra de Fernández Pablo, *Valoración de empresas por descuento de flujos: 10 métodos y 7 teorías*, - IESE Business School, Universidad de Navarra - 2013. Descargable de http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1266623

⁶⁶ Este método fue creado por la firma Stern, Stewart & Co. de New York y la idea que la sustenta es la de encontrar una fórmula o indicador de rentabilidad que sea capaz de demostrar la creación de valor de las políticas empresarias.



En primer lugar, reconoce las distorsiones de la información contable, clasificándolas en dos grupos:

- a. **Financieros:** cuando el modelo contable conjuga resultados propios de los activos y aquellos relativos a la financiación de la empresa sin separarlos suficientemente.
- b. **Contables:** propias de las características del modelo (por ejemplo, el criterio del devengado)

Luego de estos ajustes, es necesario obtener dos valores imprescindibles para el uso de este modelo:

- ↓ **NOPAT (Net Operating Profit After Taxes):** equivalente a la utilidad de la empresa ajustada.⁶⁷
- ↓ **EC (Economic Capital):** El capital económico es uno de los factores de la producción y está presentado por "el conjunto de bienes" necesarios "para producir riqueza." A diferencia de la contabilidad que observa el capital que se *tiene*, el capital económico mide el capital que se *debería tener*. Es el capital que se debería tener en el peor escenario posible.⁶⁸

La rentabilidad de la empresa entonces, o ER (*Economic Return*), es igual a:

$$\frac{NOPAT}{EC}$$

El último parámetro del modelo, es el cálculo del CC (*Capital Charge*) o el cargo por el costo del capital, surge de multiplicar una tasa del costo de capital (k) por el EC.

$$EVA = NOPAT - (EC * k)$$

Otra forma de interpretarlo (el resultado es el mismo) es:

$$EVA = ER * \left(\frac{NOPAT}{EC - k} \right)$$

El **MVA** o **Valor de Mercado Agregado**, al igual que el EVA, es un indicador creado por Stern, Stewart & Co., y forma parte del conjunto de indicadores denominados "*Financial Management System*".

Se interpreta que el MVA es el valor actual de los EVA futuros de la compañía a la tasa de costo de capital promedio ponderada (WACC⁶⁹):

⁶⁷ El NOPAT es igual a las ventas menos el costo de las ventas y todos los costos operativos (incluyendo amortizaciones) menos los impuestos correspondientes al resultado operativo sin tomar en cuenta el escudo fiscal.

⁶⁸ Economic Capital: http://en.wikipedia.org/wiki/Economic_capital

⁶⁹ WACC (Weighted Average Cost of Capital). Op. Explicado en Anexo G.



$$MVA = \sum_{j=1}^n \frac{EVA_j}{(1+WACC)^j} \Rightarrow MVA = \sum_1^n \frac{EVA_t}{(1+WACC)^t}$$

El **Cash Value Added** se lo interpreta como la creación de valor del valor del efectivo de la organización:

$$CVA = NOPAT + Amortización contable - Amortización económica - k * EC$$

Todas estas medidas de creación de valor tienen su origen en el EVA, ya que como insumos, utilizan los mismos indicadores utilizados en este.

Métodos basados en el Descuento de Flujos

Estos métodos, intentan determinar el valor de la empresa a través de la estimación de los flujos de dinero (cash flows) que generará en el futuro, para luego descontarlos a una tasa de descuento apropiada según el riesgo de dichos flujos.

Según Fernández⁷⁰, "Los métodos mixtos descritos han sido muy utilizados en el pasado. Sin embargo, cada vez se emplean menos y se puede decir que en la actualidad, en general, se recurre a la utilización del método del descuento de los flujos de fondos porque constituye el único método de valoración conceptualmente correcto." En ellos, se considera a la empresa como un ente generador de flujos de fondos: para valorarla, se calcula el valor actual de dichos flujos, descontados a una tasa apropiada.

De hecho y cito nuevamente a Fernández "El valor de las acciones de una empresa (suponiendo su continuidad) proviene de la capacidad de la misma para generar dinero (flujos) para los propietarios de las acciones. Por consiguiente, el método más apropiado para valorar una empresa es descontar los flujos de fondos futuros esperados".

Los métodos de descuento de flujos de fondos se basan en dos puntos igualmente importantes y que determinan la correcta valoración de los entes bajo estos métodos:

- ↓ El análisis y la elaboración de un pronóstico detallado y cuidadoso, para cada periodo, de cada una de las partidas financieras vinculadas a la generación de los cash flows que se corresponden a las operaciones de la empresa (por ejemplo, el cobro de ventas, los pagos de mano de obra, costo de materias primas, administrativos, de ventas, la devolución de créditos, etc.). El enfoque conceptual es similar al del presupuesto de tesorería.
- ↓ La determinación de una tasa de descuento adecuada para cada tipo de flujo de fondos. Se realiza teniendo en cuenta el riesgo, las volatilidades históricas y, en la práctica, muchas veces el tipo de descuento mínimo lo marcan los interesados, (compradores o vendedores no dispuestos a invertir o a vender por menos de

⁷⁰ Fernández, Pablo - Métodos de Valuación de Empresas. Op. Cit.



una determinada rentabilidad, etc.). Este cálculo es, por lo general también, uno de los más difíciles de determinar y consensuar.

Metodología general para el descuento de flujos de fondos

Los diferentes métodos para el descuento de flujos de fondos parten de la siguiente expresión.

$$V = \frac{FF_1}{1+k} + \frac{FF_2}{(1+k)^2} + \frac{FF_3}{(1+k)^3} + \dots + \frac{FF_n + VR_n}{(1+k)^n}$$

Donde:

FF_i = Flujo de Fondos generado por la empresa en el período i .

VR_n = Valor residual de la empresa en el año n .

k = Tasa de descuento apropiada para el flujo de fondos.

Aunque pudiese parecer que la fórmula anterior está considerando una duración temporal de los flujos, esto no es necesariamente así, ya que el valor residual de la empresa en el año n (VR_n) se puede calcular descontando los flujos futuros a partir de ese período.

Una forma de considerar una duración indefinida de los flujos futuros a partir del año n es suponer una tasa de crecimiento constante (g) de los flujos a partir de ese período, y obtener el valor residual en el año n aplicando la fórmula simplificada de descuento de flujos indefinidos con crecimiento constante:

$$VR_n = \frac{FF_n + (1+g)}{(k-g)}$$

A pesar de que los flujos pueden tener una duración indefinida, puede ser admisible despreciar su valor a partir de un determinado período, dado que su valor actual es menor cuanto más lejano es el horizonte temporal.

Determinación del cash flow adecuado y tasa de descuento

Además de existir diferentes métodos de valoración basados en el descuento de flujos de fondos, también existen distintos tipos de flujos de fondos que pueden considerarse para la valoración que es necesario definir.

La ilustración VI representa diferentes flujos de fondos, de los cuales los tres primeros son los más utilizados. Asimismo, se ejemplifican las tasas de descuento apropiadas para cada uno de ellos.



Ilustración X: Flujos de fondos y tasas apropiadas para cada uno de ellos⁷¹

| Cfac: Flujo de fondos para los accionistas | CFd: Flujo de fondos para la deuda | FCF: Flujo de fondos libre (<i>free cash flow</i>) | CCF: Capital cash flow |
|--|--|--|---|
| Tasa Apropiada: Ke. Rentabilidad exigida a las acciones | Tasa Apropiada: Kd. Rentabilidad exigida a la deuda | Tasa Apropiada: WACC. Coste ponderado de los recursos (deuda y acciones) | Tasa Apropiada: WACC antes de impuestos |

De ellos, el más sencillo de comprender es el flujo de fondos para la deuda, que es la suma de los intereses restantes más el principal remanente. Para determinar su valor actual, este flujo debe descontarse a la tasa de rentabilidad exigida a la deuda (coste de la deuda). En los casos en que el valor de mercado y el contable (también llamado valor de libros) sean equivalentes, el valor de la deuda puede extraerse de su valor contable.⁷²

El flujo de fondos libre permite obtener directamente el valor total de la empresa (deuda y acciones: $D + E$), mientras que con el flujo de fondos para los accionistas se obtiene el valor de las acciones, que, sumado al valor de la deuda, permite también calcular el valor total de la empresa.⁷³

Otros aspectos relevantes a la hora de valorar por descuento de flujos

Valuar no es solo el cálculo en sí, sino que implica multitud de tareas y decisiones que llevarán a su correcta concreción.

Etapas básicas en la valoración por descuento de flujos de fondos:

1. Análisis histórico y estratégico de la empresa y del sector

1.1. Análisis financiero

- 1.1.1. *Evolución de las cuentas de resultados y balances*
- 1.1.2. *Evolución de los flujos generados por la empresa*
- 1.1.3. *Evolución de las inversiones de la empresa*
- 1.1.4. *Evolución de la financiación de la empresa*
- 1.1.5. *Análisis de la salud financiera*
- 1.1.6. *Ponderación del riesgo del negocio*

⁷¹ Elaborado a partir de Fernández, Pablo - *Métodos de Valuación de Empresas*, paper del 21 de enero de 2013. Op. Cit.

⁷² Siempre y cuando la rentabilidad exigida a la deuda sea igual al coste de la misma.

⁷³ Las respectivas tasas de descuento apropiadas para el FCF y el CFac se explican en el Anexo G.



- 1.2. Análisis estratégico y competitivo**
 - 1.2.1. *Evolución del sector*
 - 1.2.2. *Análisis de las personas: directivos y empleados*
 - 1.2.3. *Evolución de la posición competitiva de la empresa*
 - 1.2.4. *Identificación de la cadena de valor*
 - 1.2.5. *Posición competitiva de los principales competidores*
 - 1.2.6. *Identificación de los inductores de valor (value drivers)*
- 2. Proyecciones de los flujos futuros**
 - 2.1. Previsiones financieras**
 - 2.1.1. *Cuentas de resultados y balances*
 - 2.1.2. *Flujos generados por la empresa*
 - 2.1.3. *Inversiones*
 - 2.1.4. *Financiación*
 - 2.1.5. *Valor residual o terminal*
 - 2.1.6. *Previsión de varios escenarios*
 - 2.2. Previsiones estratégicas y competitivas**
 - 2.2.1. *Previsión de la evolución del sector*
 - 2.2.2. *Previsión de la posición competitiva de la empresa*
 - 2.2.3. *Posición y evolución estratégica de los competidores*
 - 2.3. Consistencia de las previsiones de flujos**
 - 2.3.1. *Consistencia financiera entre las previsiones*
 - 2.3.2. *Comparación de las previsiones con las cifras históricas*
 - 2.3.3. *Consistencia de los flujos con el análisis estratégico*
- 3. Determinación del coste (rentabilidad exigida) de los recursos**
 - 3.1.1. *Para cada unidad de negocio y para la empresa en su conjunto: Coste de la deuda, rentabilidad exigida a las acciones y coste ponderado de los recursos*
- 4. Actualización de los flujos futuros**
 - 4.1.1. *Actualizar flujos previstos a su tasa correspondiente. Valor actual del valor residual. Valor de las acciones*
- 5. Interpretación de resultados**
 - 5.1.1. *Benchmarking del valor obtenido: comparación con empresas similares. Identificación de la creación de valor prevista. Sostenibilidad de la creación de valor (horizonte temporal). Análisis de sensibilidad del valor a cambios en parámetros fundamentales. Justificación estratégica y competitiva de la creación de valor prevista.*

Existen asimismo aspectos críticos en una valuación:

- ↓ Dinámica. La valoración es un proceso.
 - ✓ El proceso para la estimación de los flujos esperados y la calibración del riesgo de las distintas actividades y de las distintas unidades de negocio es fundamental.
- ↓ Implicación de la empresa.
 - ✓ Los directivos de la empresa han de estar implicados en el análisis de la empresa, del sector y en las proyecciones de flujos



- ↓ Multifuncional.
 - ✓ La valoración no es una competencia exclusiva de la dirección financiera. Para una buena valoración es esencial que directivos de distintos departamentos intervengan en las estimaciones de los flujos futuros y en el riesgo de los mismos.
- ↓ Estratégica.
 - ✓ La técnica de actualización de flujos es similar en todas las valoraciones, pero la estimación de los flujos y la calibración del riesgo han de tener en cuenta la estrategia de cada unidad de negocio.
- ↓ Remuneración.
 - ✓ En la medida en que la valoración incorpora objetivos (ventas, crecimiento, cuota de mercado, rentabilidad, inversiones, ...) de los que dependerá la remuneración futura de los directivos, el proceso y la propia valoración ganan en calidad
- ↓ Opciones reales.
 - ✓ Si la empresa dispone de opciones reales, éstas se han de valorar convenientemente. Las opciones reales requieren un tratamiento del riesgo totalmente distinto a las actualizaciones de flujos
- ↓ Análisis histórico.
 - ✓ Como el valor depende de las expectativas futuras, un concienzudo análisis histórico de la evolución financiera, estratégica y competitiva de las distintas unidades de negocio es fundamental para evaluar la consistencia de las previsiones.
- ↓ Técnicamente correcta.
 - ✓ La corrección técnica se refiere fundamentalmente a:
 - a) cálculo de los flujos;
 - b) tratamiento adecuado del riesgo que se traduce en las tasas de descuento;
 - c) coherencia de los flujos utilizados con las tasas aplicadas;
 - d) cálculo del valor residual;
 - e) tratamiento de la inflación.

Principales errores en valuaciones de empresas

Pablo Fernández, en su obra "121 errores en valoraciones de empresas"⁷⁴ cataloga los errores que ha encontrado a lo largo de su experiencia en 7 categorías:

1. Errores acerca de la tasa de descuento y del riesgo de la empresa
2. Errores al calcular o prever los flujos esperados
3. Errores al calcular el valor terminal
4. Inconsistencias y errores conceptuales
5. Errores al interpretar la valoración
6. Errores al interpretar la contabilidad
7. Errores de organización.

⁷⁴ Pablo Fernández, 121 errores en valoraciones de empresas - IESE Business School, Universidad de Navarra - 2013. Descargable de <http://ssrn.com/abstract=962921>



**Tesis "*Metodologías y Opciones para
la Valuación de Empresas Familiares*"**
Autor: Lic. en Administración Matías R. Caramés Stornini
Director: Dr. Juan Carlos Alonso



El conocer errores de antiguas experiencias de lo que se esta analizando, no exime de errores propios, pero si ayuda a no cometer los que en otras oportunidades se han cometido y a prestar especial atención a los aspectos relevantes.



Capítulo VII: Análisis de Situación

Introducción al análisis de situación

El desarrollo del análisis de situación y el estudio de campo, esta dividido en etapas, no necesariamente cronológicas pero si con el fin de darle un orden al estudio, siendo estas etapas las siguientes:

- I. Una primera etapa donde se describe las características actuales de la empresa familiar, sobre todo en la Argentina.
- II. En la segunda etapa, se enumera en forma general los fines y motivaciones que pueden llevar a la necesidad de vender o comprar una empresa o una participación en ella.
- III. El estudio de campo propiamente dicho conforma la tercera etapa, a su vez dividida en sub-etapas, a saber:
 - a. Una primera consulta a actores del ámbito académico y profesional con el fin de conocer la opinión acerca de la problemática planteada.
 - b. Una encuesta a Empresarios del sector, con el fin de corroborar cualitativamente y cuantitativamente datos sobre valuaciones.
 - c. Una nueva consulta a actores del ámbito académico y profesional (no necesariamente los mismos que en la primera consulta), con el fin de discutir los resultados obtenidos en la encuesta a Empresarios del punto b.

Importancia, definición y características distintivas de la empresa familiar

Según el artículo "Empresas Familiares: Cuando llegan los terceros..." de la Revista Antiguos Alumnos del IAE⁷⁵, en nuestro país, las empresas familiares representan alrededor del 75% de los emprendimientos, aportando el 70% de los puestos de trabajo (Sin contar el empleo público) y son responsables del 95% de la comercialización. Hoy en día, de acuerdo a la revista Temas de Management, *"En el mundo de los negocios de hoy es cada vez más común escuchar sobre las empresas familiares, considerando, de hecho, que ésta es una de las principales fuente de creación de empresas. Ford, IBM, Microsoft, ARCOR, son algunos de los ejemplos de empresas que se iniciaron como familiares."*⁷⁶

Y continúa acentuando su participación, tal como lo afirma el artículo anterior: *"La importancia de la empresa familiar en la economía es un hecho que difícilmente se puede poner en duda, importancia que no radica únicamente en su peso específico, sino también*

⁷⁵ Revista Antiguos Alumnos Número 16 - IAE Business School, Universidad Austral, Buenos Aires, Argentina - Agosto de 2009.

⁷⁶ Temas de Management - Revista académica sobre temas de management, editada por el Centro de Investigaciones en Management, Entrepreneurship e Inversiones y el Centro de Estudios de Organizaciones y Productividad de la Universidad del CEMA - Volumen VI, noviembre de 2008. Descargable de <http://www.ucema.edu.ar/cimei-base/download/temas/TemasNov08.pdf>



en el papel clave que desempeñan para la estabilidad del sistema por su flexibilidad y capacidad de adaptación a los cambios."⁷⁷

Pero, ¿Qué se entiende por empresa familiar y cuales son sus características distintivas?. El consultor Ernesto Niethardt, define en el artículo Particularidades de las empresas familiares⁷⁸, "De una manera general, se puede sostener que se denomina empresas familiares a aquellas en las que la propiedad o control está en manos de una o más familias", a lo que expone con respecto a sus principales características: "La vinculación afectiva entre los miembros de la familia muchas veces los aleja de los criterios de profesionalidad y dificulta la supervivencia de la empresa, más en los momentos de cambio generacional. La participación de la familia las convierte en la forma de organización más complicada.

En este sentido, todos los estudios realizados sobre la longevidad de las empresas familiares, han llegado a la misma conclusión. Entre el 70 y el 75% de las empresas familiares quiebran o son vendidas por la familia fundadora durante la primera generación o no logra sobrevivir a la segunda generación; y solamente entre un 10 y 15% logra sobrevivir hasta la tercera generación"⁷⁹

También, como sugirió al autor el Licenciado Jorge Armando Stern, no se debe dejar de este planteo otro tipo de estructura como ser la de una empresa privada y sin relación familiar implícita, por ejemplo, varios amigos que se unieron para desarrollar un proyecto que se convirtió en una empresa.⁸⁰ Estas estructuras tienen algunos aspectos en común con la planteada por Ernesto Niethardt en el caso del management.

¿Con que fin se valúa una empresa?

Existen diversas situaciones y preguntas que se hacen los directivos de las organizaciones o los particulares a la hora de necesitar valorar una organización. En la siguiente ilustración se ejemplifican las mas comunes.

⁷⁷ Temas de Management - Volumen VI, noviembre de 2008. Op. Cit.

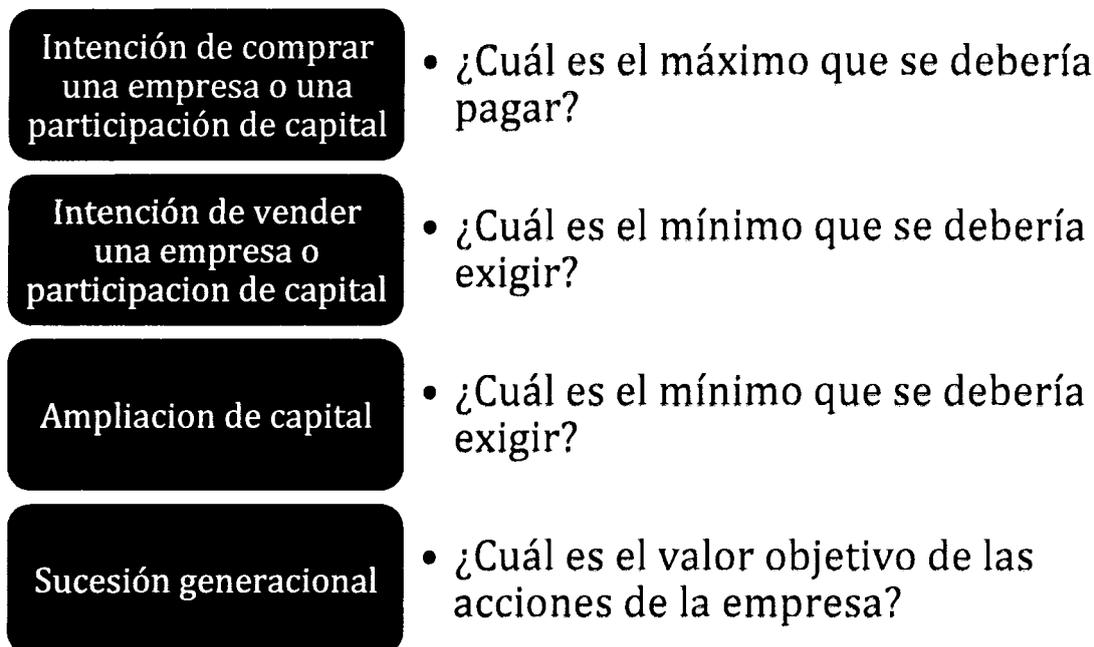
⁷⁸ Ernesto Niethardt - Particularidades de las empresas familiares – Espacio Pyme – Banco Comafi – Junio de 2013. Descargable de <http://www.comafi.com.ar/espaciopyme/192-Particularidades-de-las-Empresas-Familiares.Espacio-Pyme-Nota.note.aspx>

⁷⁹ Ernesto Niethardt - Particularidades de las empresas familiares. Op. Cit.

⁸⁰ Email del Autor con el Licenciado Jorge Armando Stern del 15 de agosto de 2013. Ver Anexo J.



Ilustración XI: Motivaciones para la valuación de una empresa⁸¹



En el primer caso, la compra de una empresa en su totalidad o una participación en el capital de la misma, es necesaria la valuación para responder la pregunta de cual es el máximo que se debería pagar. En el caso de la venta de una empresa o una participación, la pregunta a responder será cuál es el mínimo que se debería exigir, siendo en estos casos necesaria la tarea de conocer el valor de la empresa, a fin de estimar posibles valoraciones para poseer una base en la tasación y negociación del precio.

Asimismo, no siempre el propósito para proceder a valorar una empresa será la compra o venta. Frente a operaciones de ampliación de capital en la explotación, la pregunta será acerca del mínimo exigible a las acciones o, ante eventos de sucesiones generacionales estando la organización en marcha, y/o frente a entornos con crisis financieras que pongan en duda la continuidad de la empresa y se necesite valorar la organización, será de suma importancia conocer el valor objetivo de las acciones.⁸²

Estudio de campo – Consideraciones preliminares

Con el fin de efectuar el estudio de campo, éste, se dividió en tres etapas, primero una consulta de opinión por medio de entrevistas a expertos y contactos en redes sociales profesionales; en esta etapa, el objetivo es obtener un estado de situación cualitativo que sirva de base para la siguiente etapa del trabajo de campo, en donde quede plasmada el pensamiento y la experiencia de actores tanto del ámbito académico, la consultoría y empresarios que hayan participado en grandes valuaciones.

⁸¹ Elaborado a partir de Tapia, Gustavo (Coordinador); Aire, Carlos; De Jesús, Mauro; Perossa Mario y Rouby, Hernán – Valuación de Empresas. Op. Cit.

⁸² Tapia, Gustavo (Coordinador); Aire, Carlos; De Jesús, Mauro; Perossa Mario y Rouby, Hernán – Valuación de Empresas. Op. Cit.



La confección y análisis de encuestas conforman la segunda etapa de exploración, esta vez, a directivos y dueños de empresas familiares, en donde la exploración será tanto cuantitativa como cualitativa para conocer los métodos que utilizan o utilizaron en valuaciones y/o utilizarían en el caso de tener que hacerlo. Asimismo, se consultara los motivos de su elección y que factores creen que agregan valor a un emprendimiento.

En la tercera etapa, se consultará nuevamente a actores del ámbito académico, profesional y empresario para conocer su parecer acerca de los resultados obtenidos en la encuesta y poder enriquecer la misma.

El siguiente grafico expone los principales grupos de personas a los que se entrevistará y/o encuestará a fin de obtener respuestas a los interrogantes planteados.

Ilustración XII - Grupos consultados⁸³



⁸³ Elaboración propia.



Entrevistas anteriores a la encuesta a Empresarios⁸⁴

Consulta en redes sociales⁸⁵

Para la realización de estas encuestas y con el fin de obtener opiniones en el ámbito profesional de finanzas, se crearon sendos debates en la red social LinkedIn⁸⁶ en dos grupos dentro de esta red, CFO⁸⁷ Argentinos y LATAM⁸⁸ CFO.

En ellos se planteo el siguiente debate:

"Estimados, estoy concluyendo mi Tesis de posgrado y solicito vuestra ayuda: ¿Que métodos de valuación creen son los mas usados hoy en día en vuestros países? Me estoy focalizando principalmente en empresas con estructura familiar. Les solicito también me comenten de que país proviene la experiencia. Desde ya, muchas gracias."

Entre ambos debates, se recibieron respuestas de ocho profesionales latinoamericanos y en cuanto a las respuestas recibidas, la siguiente tabla resume los métodos nombrados por los encuestados:

Tabla IV: Métodos nombrados por encuestados en encuesta LinkedIn

| Método principal | Otros métodos considerados |
|----------------------------------|--|
| Descuento de Flujos de Fondos | Múltiplos de facturación 5 EBITDA ⁸⁹ |
| Múltiplo de EBITDA ⁹⁰ | Precio de inversiones/mercado recientes Valor neto de los activos |

Por método principal se entiende al que el encuestado expresó, según se parecer, es el mejor para valuar emprendimientos y otros, a diversos métodos nombrados. Por otra parte, algunos encuestados hablaron de "métodos complementarios", o sea que utilizan uno para tener una primera aproximación y luego ajustan.

La distribución de frecuencia de las respuestas se puede apreciar en la siguiente ilustración:

⁸⁴ Todos los gráficos y tablas de esta sección son de elaboración propia.

⁸⁵ Encuestas realizadas en el mes de septiembre de 2013.. En el Anexo H se incluyen las respuestas originales tal cual fueron recibidas.

⁸⁶ LinkedIn® es red social de intercambio profesional y búsqueda laboral con mas de 225 millones de miembros en mas de 200 países y territorios.

⁸⁷ CFO: en inglés, Chief Financial Officer, Director de Finanzas, [Nota del Autor].

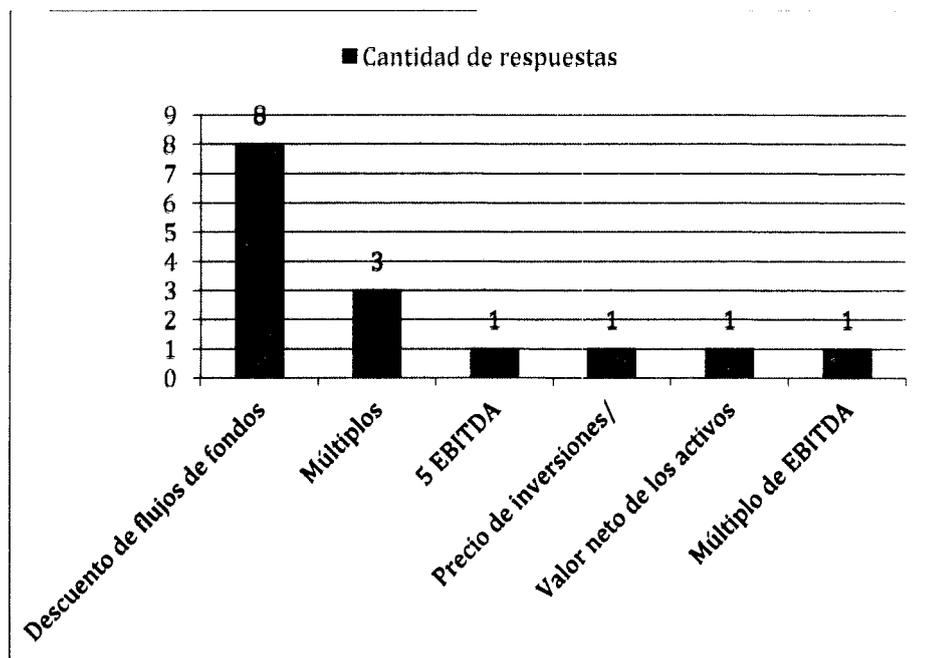
⁸⁸ LATAM, acrónimo de Latinoamérica, [Nota del Autor].

⁸⁹ EBITDA, del inglés, acrónimo de earnings before interest, taxes depreciation and amortization. Op. Cit.

⁹⁰ Aunque 5 EBITDA es necesariamente un múltiplo de EBITDA, se ilustran por separado ya que el 5 EBITDA, además de haber sido nombrado por un encuestado diferente al otro caso, precisa un múltiplo concreto por lo que merece ser tratado aparte. [Nota del Autor].



Gráfico I: Encuesta LinkedIn. Frecuencia de respuestas encuestados⁹¹



Como puede apreciarse, la mayoría de los encuestados (salvo una respuesta que nombro al múltiplo de EBITDA), comento que el descuento de flujos de fondos es el mas recomendado y preciso.

Asimismo, aunque el valor modal presente en la ilustración es claramente el del Descuento de Flujos de Fondos, de las opiniones de los encuestados se extraen datos importantes para el posterior análisis:

Santiago Linchutt⁹², comenta que lo mas recomendable es hacer una valuación por Descuento de Flujos de Fondos , aunque afirma que en la practica, por su rapidez y simplicidad la mas utilizada es Múltiplos. Félix Guillermo Fernández Spratt ⁹³ continuando el comentario anterior, encuentra en su experiencia que ambos métodos (Descuento de Flujos de Fondos y Múltiplos) se complementan, múltiplo da una idea del valor simple y rápida para después profundizar el análisis con flujos descontados. A ello completa con el "due diligence"⁹⁴ que completa la información indispensable para la valuación.

⁹¹ Las respuestas suman mas que el número total de encuestados ya que varias respuestas pueden ser obtenidas de un prospecto. [Nota del Autor].

⁹² Santiago Linchutt, Argentina, cita completa en Anexo H.

⁹³ Félix Guillermo Fernández Spratt, Argentina, cita completa en Anexo H.

⁹⁴ El término "due diligence" se emplea para conceptos que impliquen la investigación de una empresa o persona previa a la firma de un contrato o una ley con cierta diligencia de cuidado. Puede tratarse de una obligación legal, pero el término comúnmente es más aplicable a investigaciones voluntarias. Un ejemplo habitual de "due diligence" en varias industrias es el proceso por el cual un comprador potencial evalúa una empresa objetivo o sus activos de cara a una adquisición.



Un cambio en la línea vista precedentemente fue dada por Iñigo Ortiz⁹⁵, quien nombra tanto múltiplos como flujos descontados, pero según el, el más utilizado es el múltiplo de EBITDA y que, dependiendo el valor estratégico de la compañía dicho múltiplo aumentará.

Las respuestas obtenidas en el grupo LATAM CFO tuvieron el aditamento de tener un carácter más regional. A pesar de ello, las respuestas no variaron mucho a las vistas anteriormente.

Concretamente, los comentarios se centraron especialmente en recomendar flujos descontados, pero haciendo hincapié en las mejores prácticas profesionales, tal cual informa Leonardo Miguel Reyes Volpe⁹⁶, como son los estándares de valuación normados por el IVSC⁹⁷ organismo que mediante publicaciones como los Technical Information Papers actualizados cada cierto tiempo, propone el seguimiento de normas en las distintas etapas de la valuación, desde definir que es una valuación, que es un precio justo, cuales recaudos tomar a la hora de recabar información, estimar flujos de fondos, tasas de descuento, horizontes de planeamiento, etc.

Eric Esteves⁹⁸ asimismo, recomienda las IPEV Valuation Guidelines⁹⁹, guía de normas que abarca la mayoría de los métodos de valuación vistos en el marco teórico y las mejores prácticas para la ejecución de cada uno de ellos. El considera a flujos de fondos descontados como el método más utilizado, pero afirma que en empresas familiares pueden usarse precios de inversiones/mercado comparables, múltiplos, valor neto de los activos (otro nombre para métodos basados en el balance).

Para una primera estimación de una valuación, también puede utilizarse la multiplicación de cinco EBITDA, tal cual afirma Eduardo Rafael Sifontes Prieto¹⁰⁰ quien comenta también que flujos de fondos descontados es el método que controla mejor las variables e introduce el análisis del riesgo del negocio en el caso de las empresas familiares recomendando una estimación genérica para el beta¹⁰¹.

Luego de estas respuestas, se preguntó cuales pensaban eran los motivos, además de cierta complejidad a la hora de efectuar algunos cálculos como la beta, por los cuales no se utiliza descuento de flujos de fondos en emprendimientos comerciales.

La traducción literal viene a ser 'diligencias debidas'. La traducción libre más apropiada sería auditoría.
Fuente Wikipedia http://es.wikipedia.org/wiki/Due_diligence

⁹⁵ Iñigo Ortiz, Argentina, cita completa en Anexo H.

⁹⁶ Leonardo Miguel Reyes Volpe, Venezuela, cita completa en Anexo H.

⁹⁷ IVSC, International Valuation Standards Councils, organismo global que publica normas y estándares para las mejores prácticas en una valuación, sobre todo en la razonabilidad de los valores estimados y la ética al efectuar la valuación. <http://www.ivsc.org>

⁹⁸ Eric Esteves, México, cita completa en Anexo H.

⁹⁹ IPEV Valuation Guidelines (International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines), emitidas por el IPEV Board, organización que, según su misión, provee guía de alta calidad, uniforme, aceptada globalmente y de mejores prácticas para las valuaciones. Sus publicaciones son trianuales y han llegado a un entendimiento con el IVSC para estandarizar prácticas. <http://www.privateequityvaluation.com>

¹⁰⁰ Eduardo Rafael Sifontes Prieto, Venezuela, cita completa en Anexo H.

¹⁰¹ Por la beta y su cálculo ver Anexo G.



Según Leonardo Miguel Reyes Volpe, no es que el cálculo de la beta sea complejo, sino que el mercado de capitales local no suministra datos del sector, por ende no puede calcularse. Recomienda utilizar en su reemplazo el WACC¹⁰² sin el beta, como así también propone cautela en el uso del EBITDA, ya que, aunque útil para estimar grandes números, no considera la desincronización¹⁰³ del ciclo del capital de trabajo, por lo que puede haber grandes distorsiones.

Eduardo Rafael Sifontes Prieto aporta una experiencia en cuanto a la imposibilidad de utilizar el beta en ciertas ocasiones. Según su experiencia, usaron el teorema de Bayes¹⁰⁴ para estimar un riesgo ponderado entre los distintos escenarios. Ello ocurre, según él, debido a que en el caso de su país Venezuela, la incidencia política es un factor de alto peso en los negocios.

Mención aparte, por su incumbencia en el tema tratado en la presente tesis, es el comentario de Adrián Chiogna¹⁰⁵, quien dice que el problema en Argentina es la falta de información de referencia y que el problema no es técnico-académico, sino la dificultad de aplicar ese conocimiento en un contexto como el de nuestro país.

¹⁰² WACC (Weighted Average Cost of Capital). Op. Explicado en Anexo G.

¹⁰³ Por desincronización refiere a los vaivenes en la cuantía del capital de trabajo.

¹⁰⁴ En la teoría de la probabilidad el teorema de Bayes es un resultado enunciado por Thomas Bayes en 1763 que expresa la probabilidad condicional de un evento aleatorio A dado B en términos de la distribución de probabilidad condicional del evento B dado A y la distribución de probabilidad marginal de sólo A.

En términos más generales y menos matemáticos, el teorema de Bayes es de enorme relevancia puesto que vincula la probabilidad de A dado B con la probabilidad de B dado A. Es decir que sabiendo la probabilidad de tener un dolor de cabeza dado que se tiene gripe, se podría saber (si se tiene algún dato más), la probabilidad de tener gripe si se tiene un dolor de cabeza, muestra este sencillo ejemplo la alta relevancia del teorema en cuestión para la ciencia en todas sus ramas, puesto que tiene vinculación íntima con la comprensión de la probabilidad de aspectos causales dados los efectos observados..

Matemáticamente:

Sea $\{A_1, A_2, \dots, A_i, \dots, A_n\}$ un conjunto de sucesos mutuamente excluyentes y exhaustivos, y tales que la probabilidad de cada uno de ellos es distinta de cero (0). Sea B un suceso cualquiera del que se conocen las probabilidades condicionales $P(B|A_i)$. Entonces, la probabilidad $P(A_i|B)$ viene dada por la expresión:

$$P(A_i|B) = \frac{P(B|A_i)P(A_i)}{P(B)}$$

Donde:

- ✓ $P(A_i)$ son las probabilidades a priori.
- ✓ $P(B|A_i)$ es la probabilidad de B en la hipótesis A_i .
- ✓ $P(A_i|B)$ son las probabilidades a posteriori.

El teorema de Bayes es válido en todas las aplicaciones de la teoría de la probabilidad. Sin embargo, hay una controversia sobre el tipo de probabilidades que emplea. En esencia, los seguidores de la estadística tradicional sólo admiten probabilidades basadas en experimentos repetibles y que tengan una confirmación empírica mientras que los llamados estadísticos bayesianos permiten probabilidades subjetivas. *El teorema puede servir entonces para indicar cómo debemos modificar nuestras probabilidades subjetivas cuando recibimos información adicional de un experimento.*

Fuente: Wikipedia, http://es.wikipedia.org/wiki/Teorema_de_Bayes

¹⁰⁵ Adrián Chiogna, Argentina, cita completa en Anexo H.



Consultas a referentes del ámbito académico y empresarial¹⁰⁶

En esta etapa, se hicieron consultas a referentes del ámbito académico como autores de publicaciones y/o profesores de finanzas con el fin de conocer su opinión sobre el tema y/o experiencias profesionales.

Estas consultas, estaban básicamente orientadas en un principio con tres objetivos:

1. Conocer la opinión de estos referentes acerca de la temática abordada
2. Consultar si los referentes entrevistados disponen de datos ex ante cuantitativos acerca de la participación porcentual de los diferentes métodos de valuación utilizados, con el fin de tener una base comparativa para cotejar los resultados de las encuestas.
3. Cualquier otra información de interés y las experiencias profesionales que puedan aportar al trabajo.

Los datos cuantitativos no han podido ser facilitados por los referentes, pero si ha sido de sumo interés su opinión sobre la temática de valuaciones.

El Dr. Gustavo Tapia¹⁰⁷ hizo hincapié en razonabilidad y fundamentación de la tasa de costo de capital en el método de Flujo de Fondos Descontados, el cual, en su opinión, constituye la metodología mas utilizada en valuaciones.

Asimismo, reconoce al método de múltiplos de utilidad para fijar un precio tope a la oferta, valor por encima del arrojado por el Flujo de Fondos Descontados, aunque previamente debería contemplarse la existencia de errores de representatividad de los promedios.

El método de opciones, sin embargo, es en opinión del Dr. Tapia, complementario al de Descuento de Flujos de Fondos y dependerá si en el análisis puede ponderarse opciones de ingreso, ampliación o retiro del negocio, en el caso, por ejemplo, de posibilidades de descubrimientos futuros dentro de la empresa que puedan agregar valor a la misma. Estos aspectos tienen menor objetividad y son por ende motivo de mayor discusión, según el Dr. Tapia.

A diferencia de la anterior opinión, el Licenciado Jorge Armando Stern¹⁰⁸, además de ampliar el espectro de las denominadas "Empresas Familiares" a otro tipo de organización, como puede ser un grupo de amigos sin vinculación familiar o, emprendimientos unipersonales, todos los cuales, poseen características comunes a las llamadas Empresas Familiares, como ser un management y toma de decisiones centralizados, con una fuerte impronta de su o sus fundadores, hizo un fuerte hincapié en los primeros contactos en los paradigmas que la doctrina y la academia tiene sobre las valuaciones y que, en muchas ocasiones se contradice con la realidad, no adhiriendo,

¹⁰⁶ En el Anexo J se transcriben las respuestas originales.

¹⁰⁷ Gustavo Tapia, cita completa en Anexo J.

¹⁰⁸ Jorge Armando Stern, cita completa en Anexo J.



el Licenciado Stern, a la existencia de métodos "correctos" o "incorrectos", sino que cada uno de ellos tiene su mérito y en última instancia depende de quien está valuando y para qué.

Estos intercambios de opiniones, derivaron en una entrevista personal con el Licenciado Stern el día 18 de septiembre de 2013¹⁰⁹.

En dicha entrevista, el Licenciado Stern hizo hincapié en varios puntos que, según su opinión, deberían ser tomados en cuenta y no lo son tanto, los cuales se resumen a continuación:

- ↓ La teoría debería tomar y tratar de decodificar la realidad, para entenderla, sino es teoría que solo sirve para la academia.
- ↓ Existe, en el ámbito de los negocios en la Argentina, y sobre todo a la hora de estimar costos, una gran falencia de personas profesionales, o sea que se manejen de una forma profesional, evidenciando una gran improvisación en sus estimaciones.
- ↓ Al buscar a los profesionales, buscar indicios de esa profesionalidad, ejemplo: si se busca un profesional de la construcción, que sus botas estén llenas de polvo es un posible indicador de que "camina la obra"
- ↓ Una valuación termina en un solo número, eso es lo que vale la compañía.¹¹⁰
- ↓ En una valuación importa quien está evaluando la compañía, si es un Banco, va a cernirse al número frío. En cambio, importa que es lo que busca cada una de las partes (compradora y vendedora), ejemplo, si la parte compradora, sabe que podrá sumar Hard Sinergies¹¹¹, sabrá que la empresa en cuestión vale más de lo que su valuación fría indica. Esto puede llegar a ser percibido por el comprador y exigir un "Premium" por encima de dicho valor para desprenderse de la compañía.
- ↓ En la evaluación del que tiene la compañía para vender y la evaluación del que tiene la compañía para comprar, tiene que haber diferencia, sino no tiene sentido, es el punto de indiferencia por definición. Además de la percepción que cada parte tenga del negocio, existen otros factores que pueden tener gran influencia, por ejemplo, si alguna de las partes es extranjera, puede incluir el riesgo país en su cálculo, la empresa local, al manejarse en un mercado para ella conocida, puede o no tener en cuenta este dato.
- ↓ No existe una verdad absoluta, sino que interés tiene cada uno. Por ejemplo, en las compañías de ambulancias se vende el per cápita¹¹², cuantos suscriptores tienen, tanto valor. En telefonía se ha vendido así y hay que ver cual es el punto

¹⁰⁹ En el Anexo J se encuentra una transcripción de dicha entrevista.

¹¹⁰ Esta refiriéndose al precio final de la transacción. [Nota del Autor].

¹¹¹ Por Hard Sinergies (en inglés, sinergias duras), el Licenciado Stern se refiere sobre todo a las sinergias comerciales, por ejemplo, si al juntar dos empresas pasamos a tener una posición dominante en el mercado.

¹¹² Este es un método de múltiplos, en donde se multiplica la cantidad de clientes por un valor unitario para cada cliente y así llegar al valor de la empresa. [Nota del Autor].



de equilibrio de cada suscriptor¹¹³, quizás es de dos años, entonces la pregunta es, ¿Cuál es el tiempo que dura un suscriptor? Puede que el 80% dure ese tiempo, ¿Y el otro 20%? Conclusión; hay que ver toda la campana de Gauss.

- ↓ Siempre voy a pagar menos de lo que la compañía vale para mi, sino me quedo como estoy.
- ↓ El Premium que se paga habitualmente en las transacciones, tiene que ver tanto con las *percepciones* de cada uno acerca de lo que el otro quiere del negocio como de otros factores, por ejemplo, en Argentina el poseedor del 51% de las acciones de una compañía toma el control de la misma, por lo cual, no vale lo mismo el primer 20% de las acciones que una persona compra que el segundo 20% o que el 11% restante para tomar control de la empresa.
- ↓ Existen muchas razones para vender una compañía, porque tiene deuda y no la puede manejar, porque quiere hacer cash, etc., pero hay razones que no entran en el calculo fino: son las cuestiones emocionales y en las empresas familiares es tan importante como lo otro; en lo emocional también hay parte racional, si no se ponen de acuerdo dos socios, se resiente el negocio, el foco pasa a ser otro. Otras veces interviene la familia, es entonces cuando es mas sano terminar rápido y ganar en paz. No solo ocurre en pequeñas empresas, ha ocurrido en Johnson & Jonhson hace unos años en Estados Unidos.
Aquí en la Argentina se ve mucho la parte emocional y sobre todo los egos, muchas veces importa el "ganarle" algo al otro, sin importar si ese otro hizo un negocio redondo o no.
- ↓ El flujo de fondos descontados es superior al flujo de ganancias, ya que estas ultimas pueden estar influenciadas por sucesos puntuales como reestructuraciones, etc. En el largo plazo, todos los costos son variables. Nuevamente, lo importante es el flujo de caja, ya que incluye a las inversiones, la clave de la supervivencia de la compañía es la caja, con la caja puedo honrar las obligaciones, sino te vas a la quiebra, podes estar ganando mucho dinero, pero sino lo realizas porque le diste crédito a todo el mundo, cuando se quiere reponer el precio es otro, el capital de trabajo se erosiona continuamente, por lo tanto, también es lo mas importante al valuar.
- ↓ El calcular la tasa de descuento es también un tema muy importante, en países centrales, una tasa de descuento del 5% por ejemplo, tiene razonabilidad para los primeros cinco años, luego, con la tecnología y la competencia ya no tiene mucho sentido de la realidad, se necesita hacer (Nadie lo hace), un análisis con diferentes escenarios, pero no poniendo un 10% arriba y un 20% abajo, debe haber una explicación conceptual de los escenarios presentados.
- ↓ Siguiendo el razonamiento anterior, los primeros cinco años son mas previsibles, los siguientes cinco no tanto y por ultimo queda el residual¹¹⁴, que es un paquete enorme en cualquier ecuación, quizás representa el 60% de los flujos, entonces, ¿Por qué descontar todos los tramos con la misma tasa de descuento? Se debería aplicar un factor de descuento, justificado, para los primeros cinco años, otro

¹¹³ Se refiere al punto en el que los costos de obtención y mantenimiento del suscriptor se igualan con los ingresos generados por éste. [Nota del Autor].

¹¹⁴ Por residual se denomina a la sumatoria de la estimación de flujos futuros *posteriores* al análisis que se esta estudiando. [Nota del Autor].



para los siguientes cinco y otro para el residual. Esto no esta en ningún lado, en ningún libro y nadie lo hace.

- ↓ Vender una empresa es como vender un producto o un servicio, por lo general, cuando alguien quiere vender va a un Banco o un Abogado, nunca un marketinero y, la verdad, no hay muchos marketineros que entiendan a la marca como un producto, por ello, es muy importante preparar la empresa para la venta, para que valga mas, preguntándonos; ¿A quien se la vendemos?, ¿Cuál es el target?, conociendo eso, puede que haya que ajustar varios puntos, por ejemplo:
 - Quizás se debería adicionar una línea de producto para hacerla mas atractiva.
 - Tener una misión y una visión claras mejora los resultados de la compañía y, por ende, de la valuación en sí.
 - Una empresa donde todo el mundo tire para el mismo lado, vale mas que una cuya cultura organizacional no sea tan unificada.
 - Los Gerentes deben, por lo menos, saber defenderse en otro idioma, a los extranjeros les importa el esfuerzo, no si saben hablar perfecto.
 - Etcétera.
- ↓ En la Argentina, existen muy buenos técnicos, pero se trabaja de forma muy primaria, no es lo mismo una multinacional que una empresa familiar, como no es lo mismo Argentina, Brasil o Suiza, el riesgo asumido, el tipo de industria, etcétera.



Encuestas a Empresarios

Consideraciones preliminares

El principal método de recolección de datos del presente trabajo son encuestas que se realizaron a Empresarios que hayan vendido, comprado, valuado su emprendimiento u otro y a Empresarios que aunque no hubiesen participado de una valuación, puedan indicar como lo harían.

Estas encuestas del tipo semi-estructuradas¹¹⁵ se dividen en tres partes:

1. Una primera parte, recopila datos demográficos del encuestado como sexo, edad y educación como también datos de la empresa y su vinculación con el encuestado con el objetivo de conocer la muestra y poder encontrar relaciones entre los datos. Esta sección esta diseñada de una forma estructurada.
2. La segunda parte, recoge datos acerca de la actividad o actividades principales de la empresa y su antigüedad en el rubro. Los datos que se esperan obtener son del tipo estructurados.
3. Por ultimo, la tercera parte, esta vez diseñada de forma semi-estructurada, busca conocer como se hizo o se haría (en caso de que el encuestado nunca haya participado de una compra-venta de empresas) la valuación de su emprendimiento, sus motivos para elegir uno o varios métodos sobre otros, si valoraría el consejo profesional y cuales son, en su opinión, los principales drivers en la creación de valor de la empresa.

El modelo de encuesta es el graficado en las siguientes ilustraciones:

¹¹⁵ Pueden distinguirse, según referencia Luisa Mayoral en su obra "Metodología del Trabajo de Tesis", Op. Cit., tres tipos de encuestas:

1. Estructurada, donde existe una serie de preguntas que se plantean a los encuestados siempre en el mismo orden y se formulan en idénticos términos.
2. En la encuesta No Estructurada, se conversa en torno al tema que se desarrolla en forma espontanea, aunque sin llegar a convertirse en una charla, en cuyo caso dejaría de ser tal.
3. La encuesta Semi-Estructurada contempla preguntas pero también deja espacio a que el interlocutor agregue cuestiones nuevas o no previstas por el encuestador.



Ilustración XIII: Encuestas, parte uno, datos personales y de empresa

Datos Demográficos y de la Empresa

***1. Indique su sexo**

Femenino Masculino Otro

***2. ¿Qué edad tiene?**

Menor a 30 años Entre 31 y 50 años Mayor a 50 años

***3. ¿Cuál es el nivel de educación más alto que ha recibido?**

Escuela primaria

Escuela secundaria

Universitario

Posgrado (maestría, doctorado, etc.)

Ninguno

***4. ¿Qué tipo de sociedad es su empresa?**

Unipersonal

Sociedad de Hecho

Sociedad Anónima

Sociedad de Responsabilidad Limitada

Otro (especifique)

***5. ¿Con qué cantidad de empleados cuenta?**

Sin empleados

1 a 5

6 a 10

11 a 30

31 a 50

51 a 100

101 a 500

mayor a 500

***6. Sobre la fundación de la Empresa, usted es**

Fundador

Hijo del Fundador

Nieto del Fundador

Otro (especifique)



Ilustración XIV: Encuesta, parte dos, sobre la actividad desarrollada

Datos de la Actividad

***7. Actividad Principal (Puede especificarse mas de una respuesta)**

- Kiosco de Diarios y Revistas
- Farmacia
- Explotación ganadera
- Explotación Agrícola
- Explotación Agreganadera
- Explotación Apícola
- Minería/Extracción de minerales
- Industria Textil
- Industria Metalmeccánica
- Industria Construcción
- Industria Mueble
- Industria Alimentos y bebidas
- Venta Indumentaria y zapatos
- Almacén alimentos y bebidas
- Librería/Juguetería
- Supermercados/Minimercados
- Gastronomía/Bares
- Venta de Electrodomésticos
- Venta de Muebles
- Venta Materiales de construcción
- Venta computadoras/electrónicos
- Turismo
- Servicios profesionales
- Servicios informáticos
- Composturas zapatos/indumentaria
- Seguridad
- Limpieza
- Otro (especifique)

***8. ¿Cuan antigua es su Empresa?**

| Años | Menor a 1 | 1 a 5 | 5 a 10 | 10 a 20 | 20 a 30 | mas de 30 |
|------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|
| | <input type="checkbox"/> |



Ilustración XV: Encuesta, parte tres, cuestiones de valuación

Sobre la valuación

El propósito de esta sección es conocer como efectuó la primera valuación de su empresa en caso de haber vendido y/o comprado dicho emprendimiento o, si nunca ha tenido que hacerlo, de que forma lo haría

***9. ¿Ha vendido/comprado/participado en una valuación de una empresa?**

Sí

No

***10. ¿Cuál de los siguientes métodos de valuación utilizó o utilizaría?**

Balance (Datos contables)

Múltiplos (Ej.: Multiplicar ventas por un número x)

Fondo de comercio

Descuento de flujos de fondos

Opciones

Creación de valor

Ninguno

Promedio de distintos métodos

Otro (especifique)

***11. ¿Cómo determino en un primer momento su valor? (Si no ha vendido o comprado un emprendimiento, ¿Cómo lo haría si tuviese que hacerlo?)**

***12. ¿Cuáles son los motivos por el cual elige o elegiría ese método y no otro?**

***13. ¿Buscaría ayuda profesional para la valuación?**

Si: ¿A quien consultaría y por qué?

No: ¿Por qué?

***14. ¿Cuáles piensa usted son las principales variables que agregan valor a su empresa?**

Muchas gracias por su participación



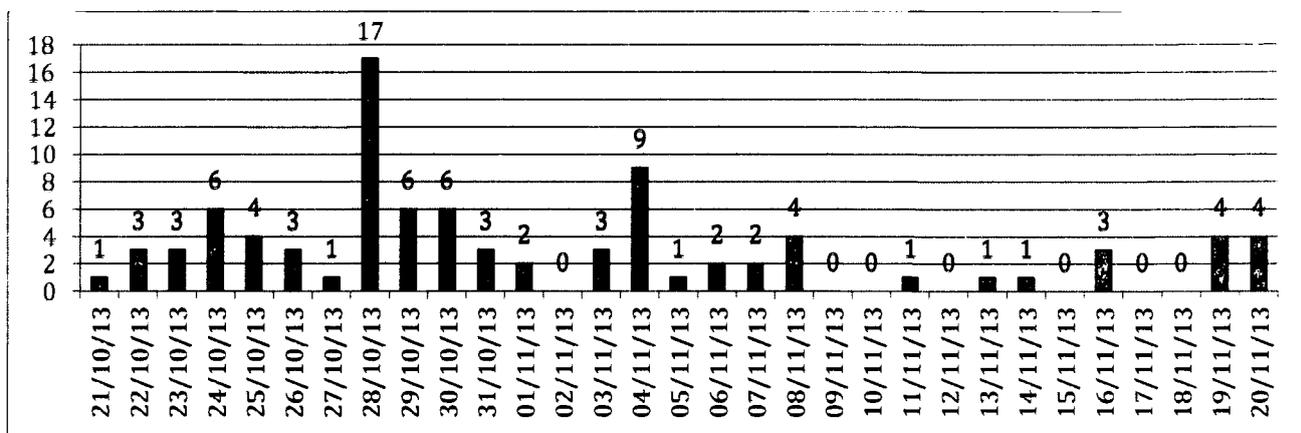
Proceso de recolección de encuestas y ajustes de las mismas

Las encuestas precedentes fueron publicadas en el sitio de encuestas on-line Survey Monkey®¹¹⁶ por un período de un mes, desde el 21 de octubre de 2013 al 20 de noviembre de 2013.

Durante el mismo se lograron recolectar noventa encuestas de las cuales poco mas de ochenta serán utilizadas en el presente trabajo y algunas de ellas serán reinterpretadas y corregidas antes del análisis estadístico¹¹⁷.

La distribución de la frecuencia en la recolección se muestra en la siguiente ilustración:

Gráfico II: Frecuencia de recolección de encuestas¹¹⁸



El gráfico anterior muestra la frecuencia del total de encuestas, sin embargo, algunas fueron descartadas y otras corregidas, quedando para el análisis que se efectúa a continuación, un total de 81 respuestas válidas, tal cual se describe en el Anexo K.

¹¹⁶ Survey Monkey® <http://www.surveymonkey.com>, es una empresa de Estados Unidos que le permite a los usuarios la creación de encuestas en línea. Las oficinas de la empresa se localizan en Menlo Park, California y Portland, Oregon.

¹¹⁷ La totalidad de las noventa encuestas, los motivos por las cuales algunas no serán tomadas en cuenta y las correcciones pertinentes y su justificación, se encuentran en el Anexo K, pero a modo de ejemplo, algunas de las que no se tomaran en cuenta están incompletas y como corrección, hay encuestas en las que el encuestado indica como método preferido el de balance para luego aclarar que multiplicaría la ganancia mensual por un número. En ese caso, lo que se corrige es el método preferido, de balance a múltiplos.

¹¹⁸ Fuente: elaboración propia a través de la información suministrada por Survey Monkey® sobre la recolección de las encuestas.



Análisis de las encuestas, resultados generales¹¹⁹

Gráfico III: Encuestas: Sexo de los participantes, respuestas y porcentaje

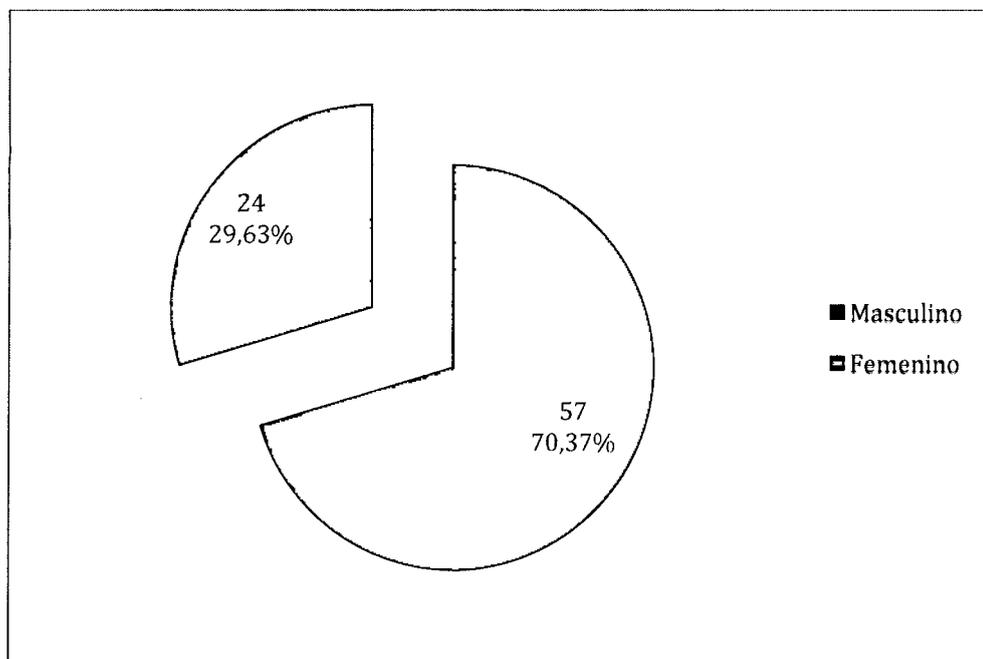
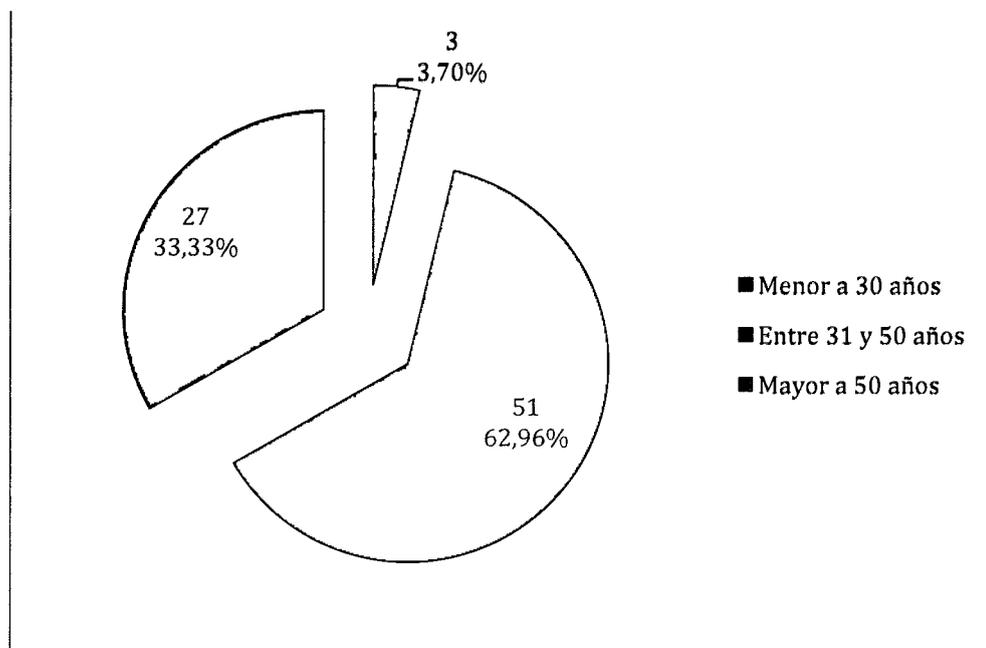


Gráfico IV: Encuestas: Edad de los participantes, respuestas y porcentaje



¹¹⁹ Todos los gráficos y tablas de esta sección son de elaboración propia.



Gráfico V: Encuestas: Nivel educativo, respuestas y porcentaje

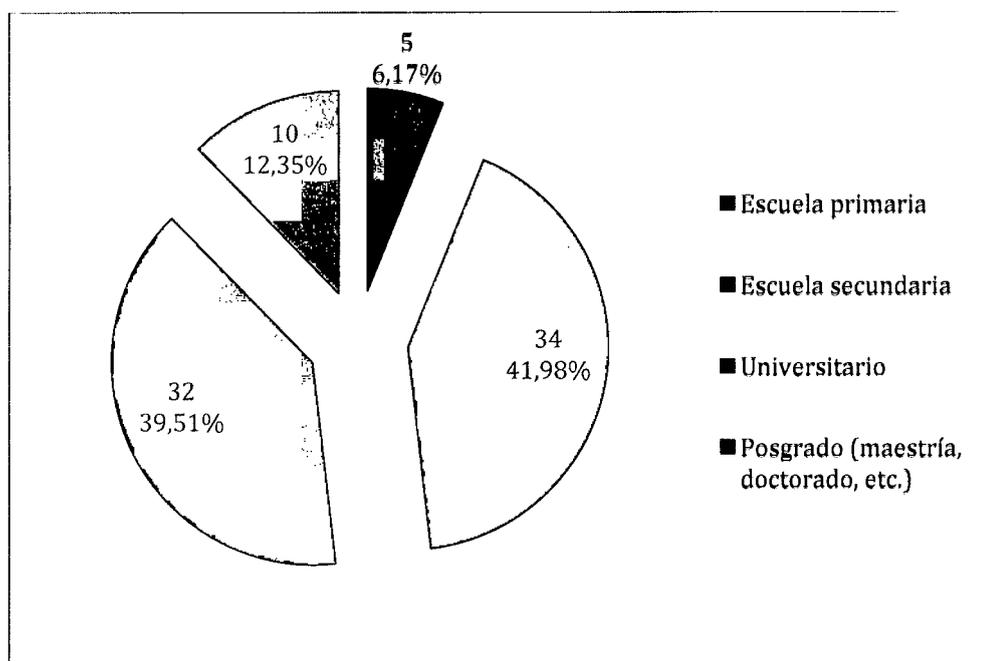


Gráfico VI: Encuestas: Tipos societarios, respuestas y porcentaje

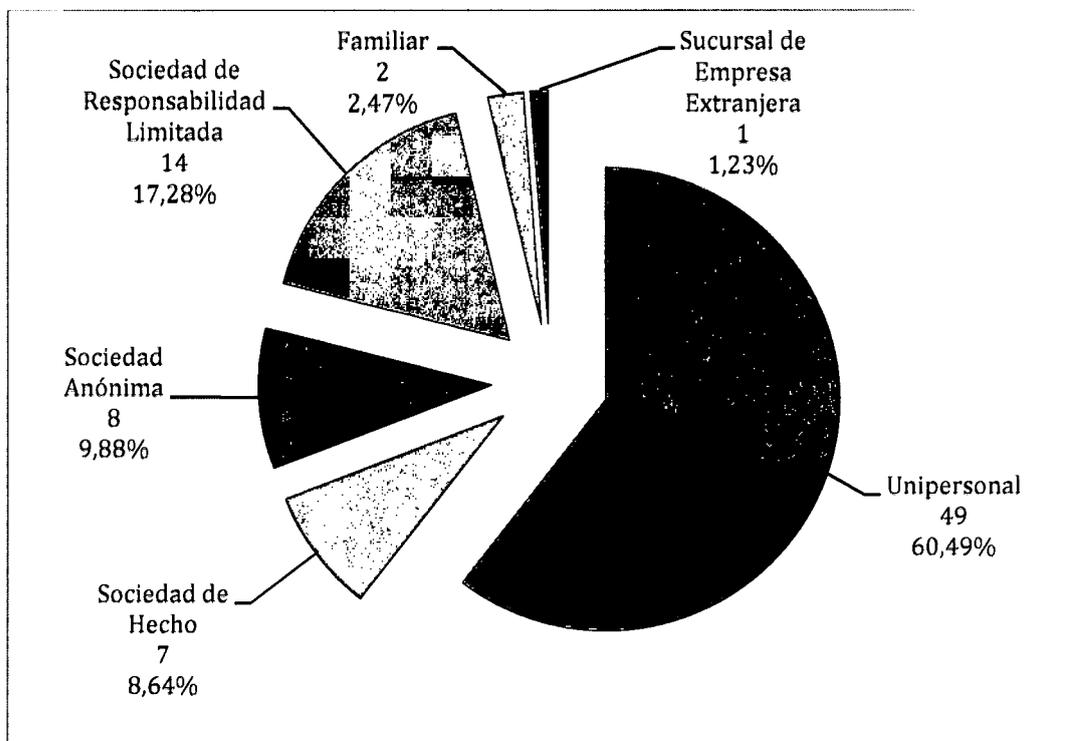




Gráfico VII: Encuestas: Cantidad de empleados, porcentajes

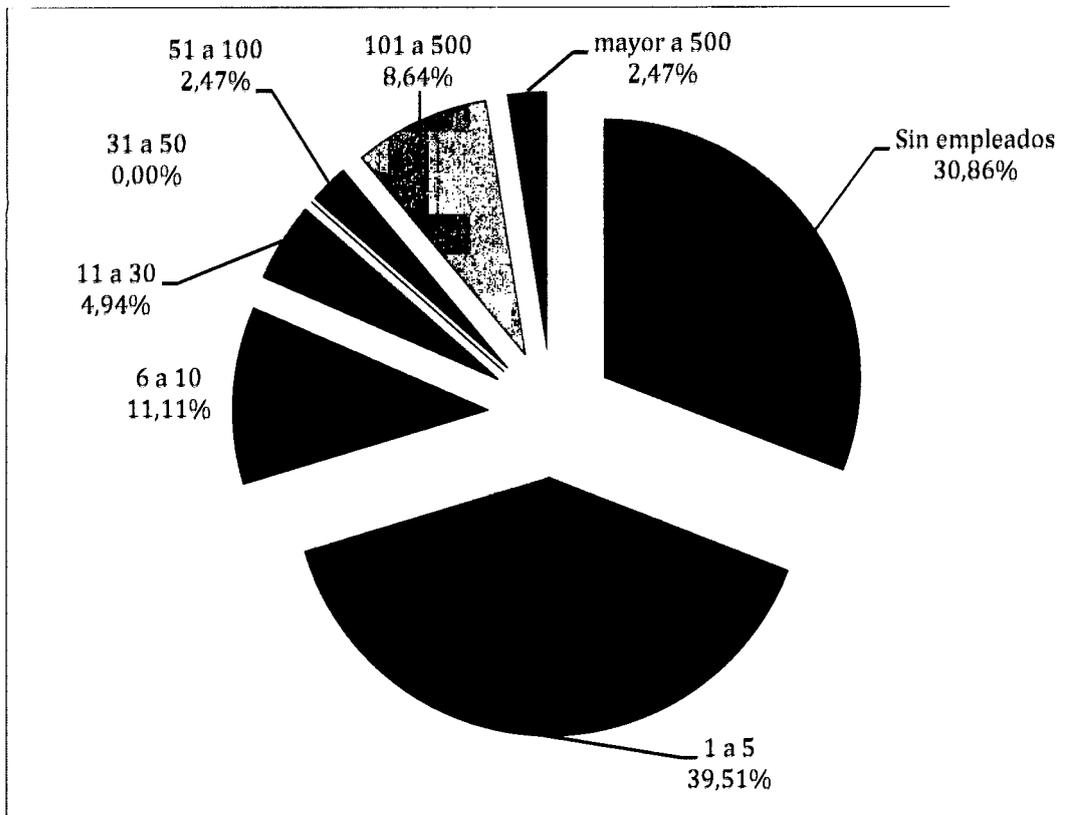


Tabla V: Encuestas: Cantidad de empleados, número de respuestas

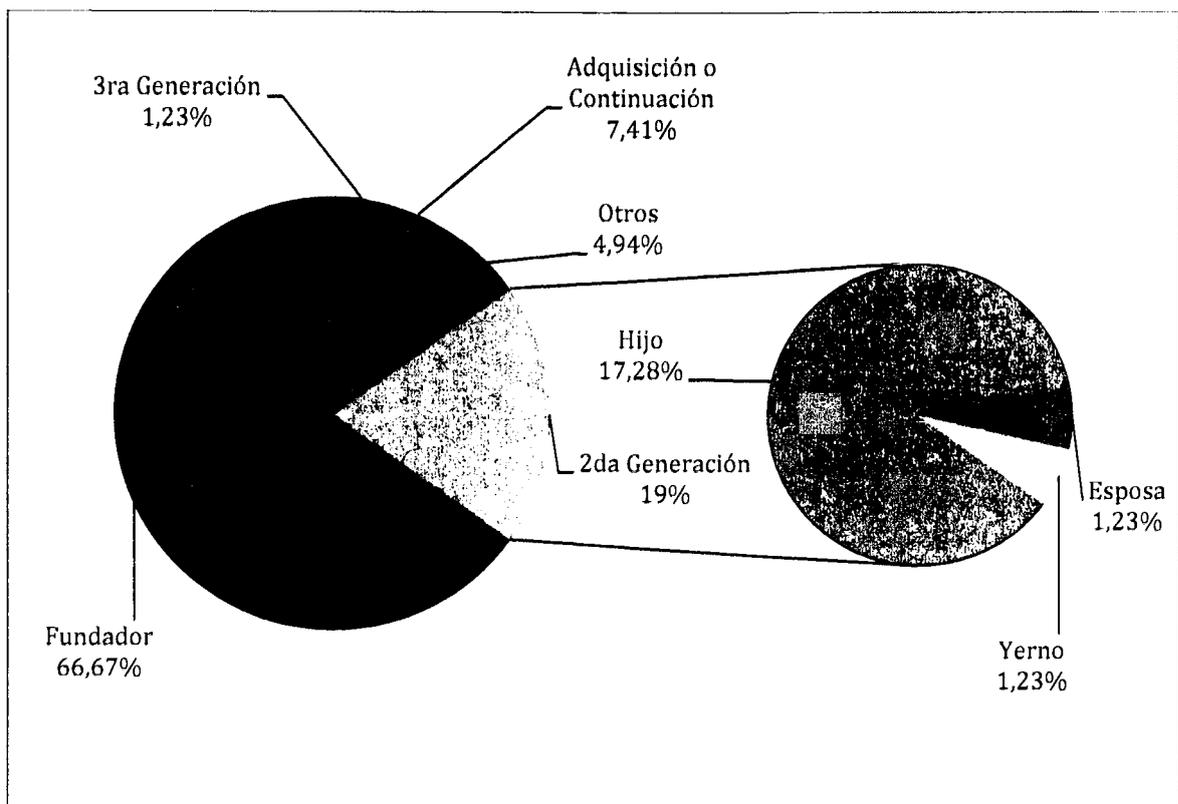
| Segmentación | Número de respuestas |
|---------------|----------------------|
| Sin empleados | 25 |
| 1 a 5 | 32 |
| 6 a 10 | 9 |
| 11 a 30 | 4 |
| 31 a 50 | 0 |
| 51 a 100 | 2 |
| 101 a 500 | 7 |
| mayor a 500 | 2 |



Tabla VI: Encuestas: Relación fundacional y/o comercial del encuestado con la Empresa

| Relación Comercial/Fundacional | Número de respuestas |
|--|----------------------|
| Fundador | 54 |
| Esposa del fundador | 1 |
| Hijo del Fundador | 14 |
| Nieto del Fundador | 1 |
| Yerno del Fundador | 1 |
| Socio comercial | 2 |
| Empleado | 1 |
| Ex-Empleada | 1 |
| Compre el fondo de comercio. | 2 |
| Continuación de un negocio anterior que funde. | 1 |
| Segundo dueño | 1 |
| Apoderado | 1 |
| Nuevo socio | 1 |

Gráfico VIII: Encuestas: Relación fundacional y generacional de la Empresa





Tesis "Metodologías y Opciones para
la Valuación de Empresas Familiares"
Autor: Lic. en Administración Matías R. Caramés Stornini
Director: Dr. Juan Carlos Alonso



Tabla VII: Encuestas: Respuestas de los encuestados: Rubros (Todos)¹²⁰

| Rubro | Número de Respuestas |
|--|----------------------|
| Almacén alimentos y bebidas | 1 |
| Alquiler de inflables para fiestas infantiles. | 1 |
| Composturas zapatos/indumentaria | 1 |
| Comunicaciones | 1 |
| Electrotecnia industrial - proyecto - automatización y mano de obra. | 1 |
| Enseñanza, clases particulares de programación y utilitarios Windows, diseño. | 1 |
| Peluquería | 1 |
| Explotación Agrícola | 1 |
| Explotación Agroganadera | 1 |
| Explotación Apícola/Productor apícola y comercialización de productos y afines. Además otros productos alimenticios. Fraccionamiento, etiquetado, venta. | 1 |
| Explotación ganadera | 1 |
| Explotación ganadera e Industria Construcción | 1 |
| Fabricación objetos de vajilla y decoración en vitrofusión. (artesanal). | 1 |
| Gastronomía/Bares | 4 |
| Grafica / Diseño grafico | 2 |
| Herrería | 1 |
| Industria Alimentos y bebidas/Gastronomía/Bares | 1 |
| Industria Alimentos y bebidas/Venta comestibles | 1 |
| Industria Construcción | 2 |
| Industria Metalmeccánica | 1 |
| Industria Mueble y Servicios Profesionales | 1 |
| Industria Textil | 1 |
| Industria Textil Venta/Indumentaria y zapatos | 1 |
| insumos para el agro | 1 |
| Kiosco de Diarios y Revistas | 1 |
| Kiosco y Ciber | 1 |
| Lavadero de ropa. | 1 |
| Librería/Juguetería | 1 |
| Librería/Juguetería/Rapipago. | 1 |
| Limpieza | 1 |
| Locutorio y Ciber | 1 |
| Mantenimiento, instalación y obra eléctrica. | 1 |
| Medios Periodísticos | 1 |
| Mensajería | 1 |
| Múltiples Negocios Minoristas | 2 |
| Perfumería. | 1 |
| Seguridad | 2 |
| Servicio reparación antigüedades - Venta Antigüedades | 1 |
| Servicios informáticos | 4 |
| Servicios personales/ Salón de belleza. | 1 |
| Servicios profesionales | 6 |
| Servicios profesionales y Representación Comercial | 1 |
| Supermercados/Minimercados | 1 |
| Tienda de ramos generales. | 1 |

¹²⁰ En este primer cuadro se enumeran las respuestas tal cual se recibieron, en los siguientes gráficos se agruparán rubros equivalentes. La Forma en que se han agrupado se encuentra en el Anexo K. [Nota del Autor].



| | |
|---|---|
| Transporte | 1 |
| Turismo | 1 |
| Turismo, Transporte de personal / de cargas generales en camionetas 4x4 y Apart Hotel | 1 |
| Venta computadoras/electrónicos | 1 |
| Venta computadoras/electrónicos, Instalaciones de Software de Gestión de Calidad y Equipamientos para Comercios | 1 |
| Venta de artículos de ferretería | 1 |
| Venta de cosas muebles por internet | 1 |
| Venta de Electrodomésticos | 1 |
| venta de Mercancías NCP | 1 |
| Venta de Telas y Artículos de Blanco | 1 |
| Venta Indumentaria y zapatos | 8 |
| Venta Indumentaria y zapatos/Distribuidora de Bicicletas | 1 |
| Venta Materiales de construcción/Ferretería | 1 |
| Venta y colocación de vidrios y espejos. | 1 |
| Venta y fraccionamiento de materiales de construcción para ferreterías. | 1 |

Gráfico IX: Encuestas: Rubros agrupados, porcentajes de participación

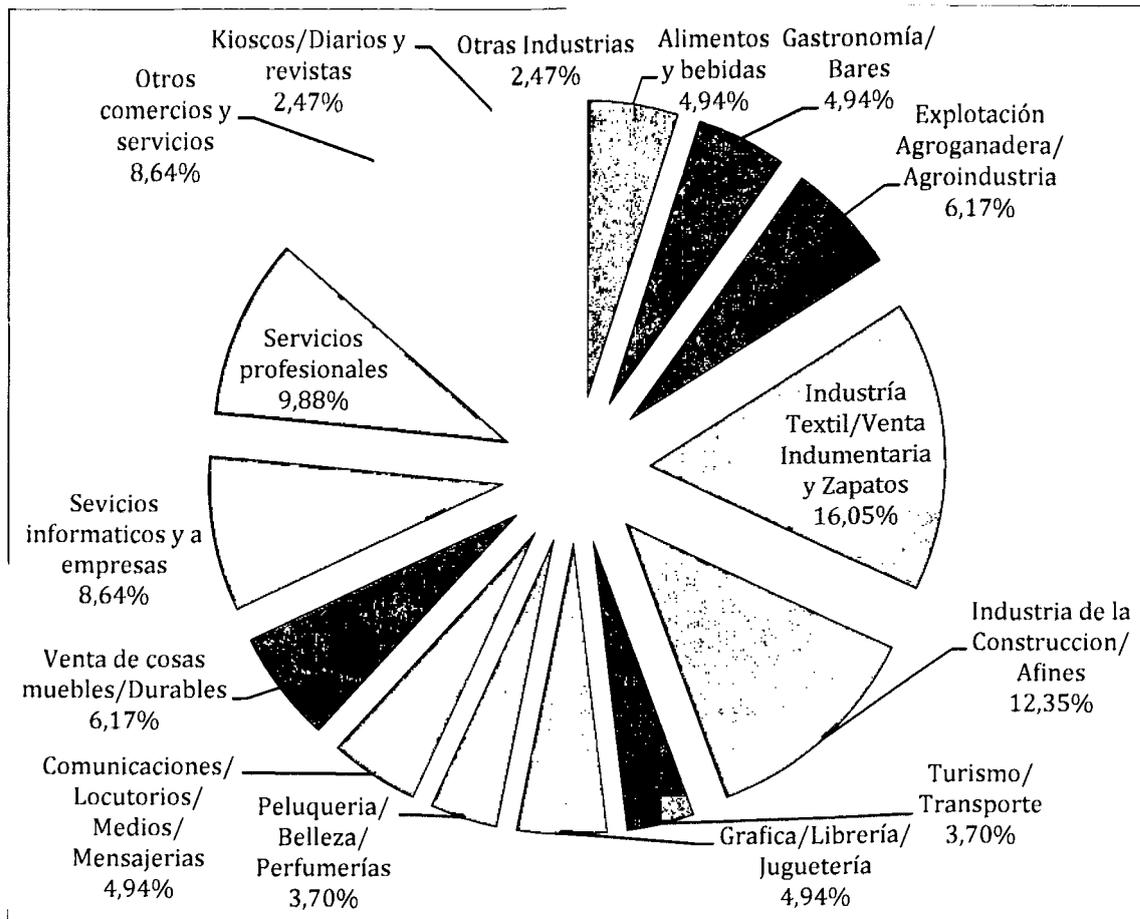




Gráfico X: Encuestas: Rubros agrupados, número de respuestas

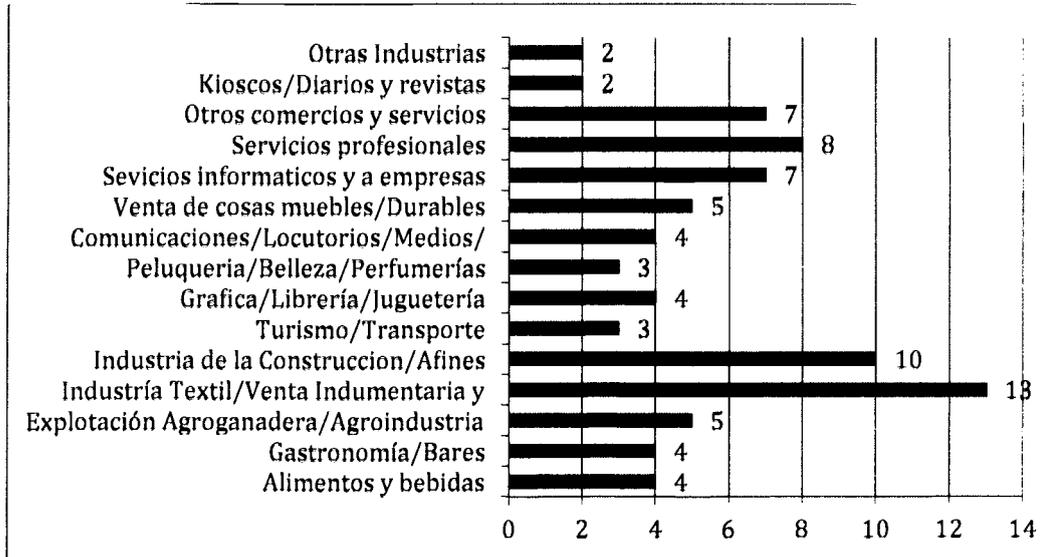


Gráfico XI: Encuestas: Antigüedad del Establecimiento, respuestas y porcentajes

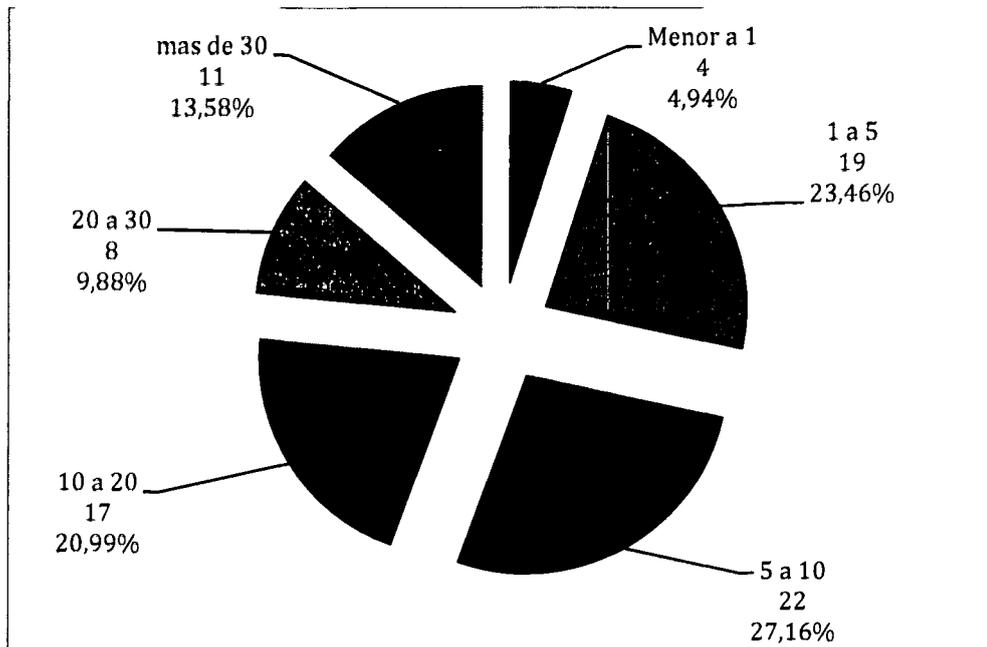




Gráfico XII: Encuestados que valuaron, vendieron o compraron una Empresa

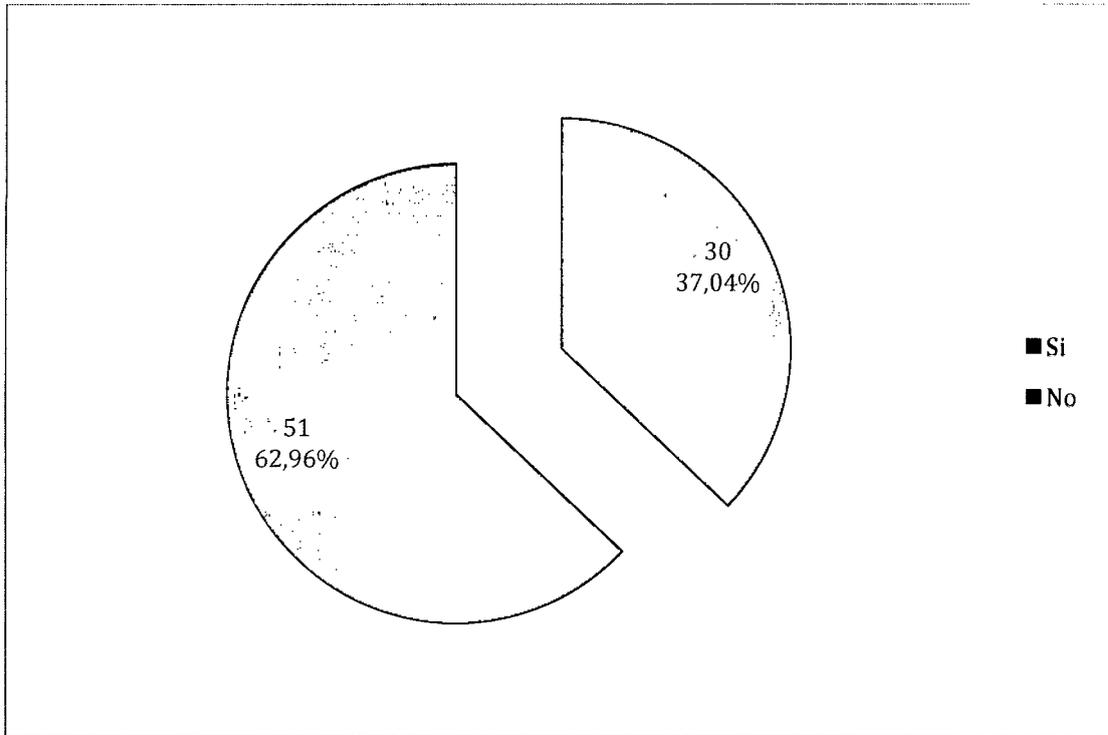
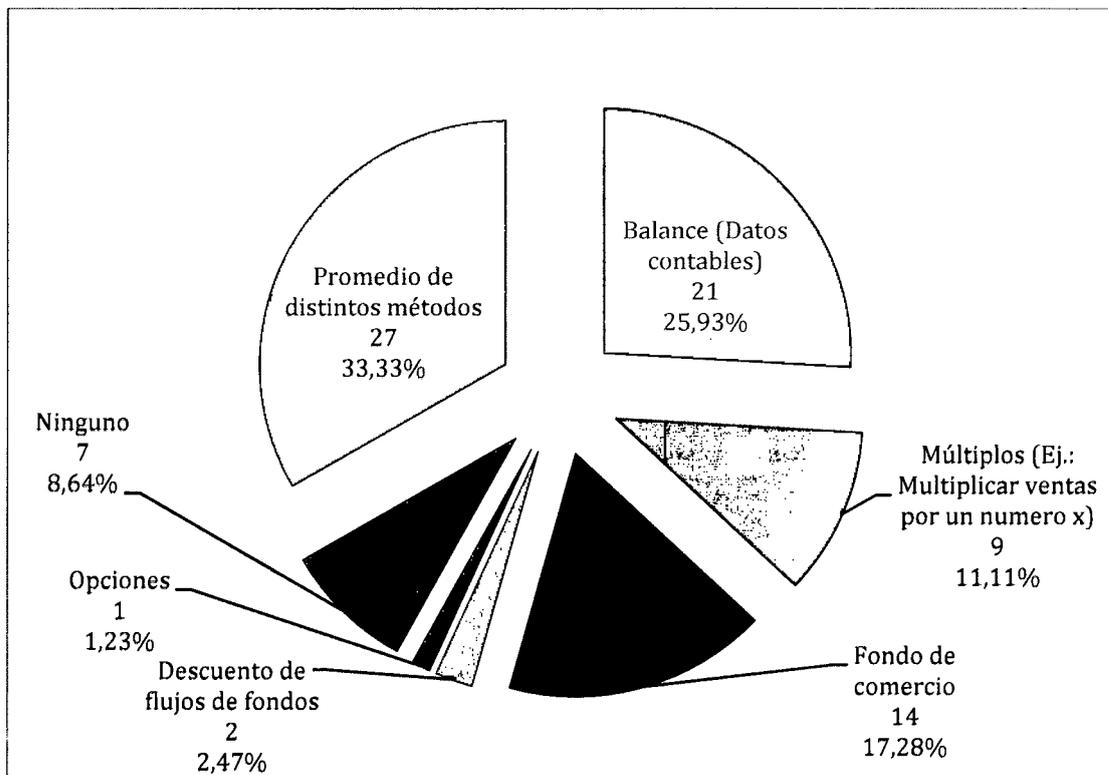


Gráfico XIII: Encuestas: Métodos elegidos





Tesis *“Metodologías y Opciones para
la Valuación de Empresas Familiares”*
Autor: Lic. en Administración Matías R. Caramés Stornini
Director: Dr. Juan Carlos Alonso



Debido a que la distribución de los métodos elegidos es diferente si el encuestado ha o no participado en una valuación, se estudiarán por separado las respuestas, haciendo especial hincapié y un análisis mas extenso en los casos en que las respuestas provienen de empresarios con experiencia en valuaciones.



Análisis de las encuestas, encuestados que no han participado en una valuación¹²¹

Gráfico XIV: Encuestados que no han participado de una valuación: Sexo

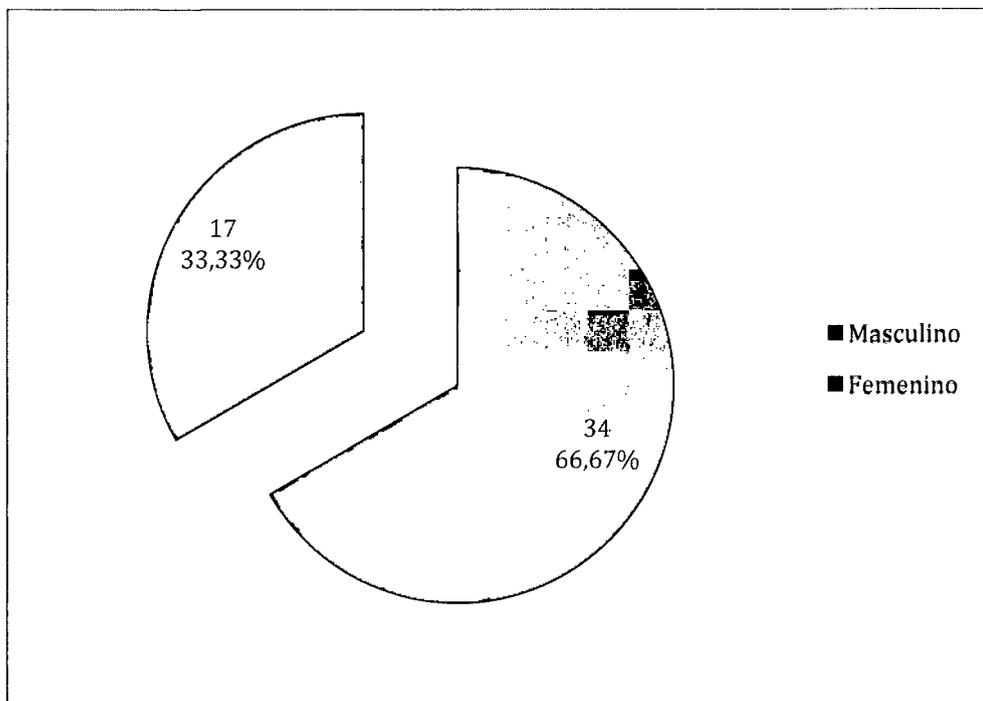
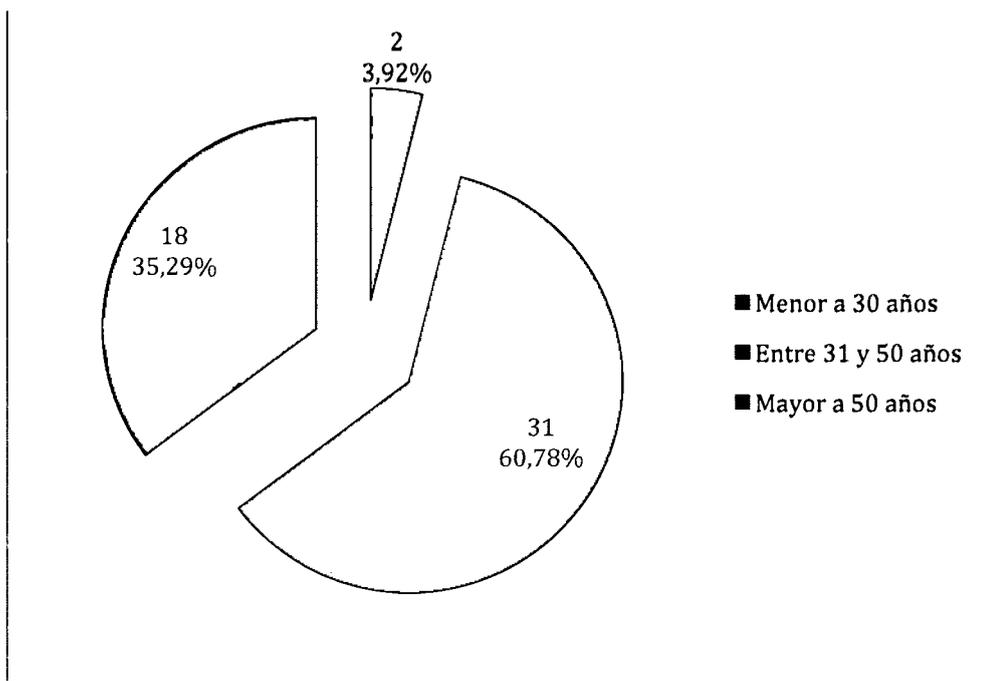


Gráfico XV: Encuestados que no han participado de una valuación: Edad



¹²¹ Todos los gráficos y tablas de esta sección son de elaboración propia.



Gráfico XVI: Encuestados que no han participado de una valuación: Nivel Educativo

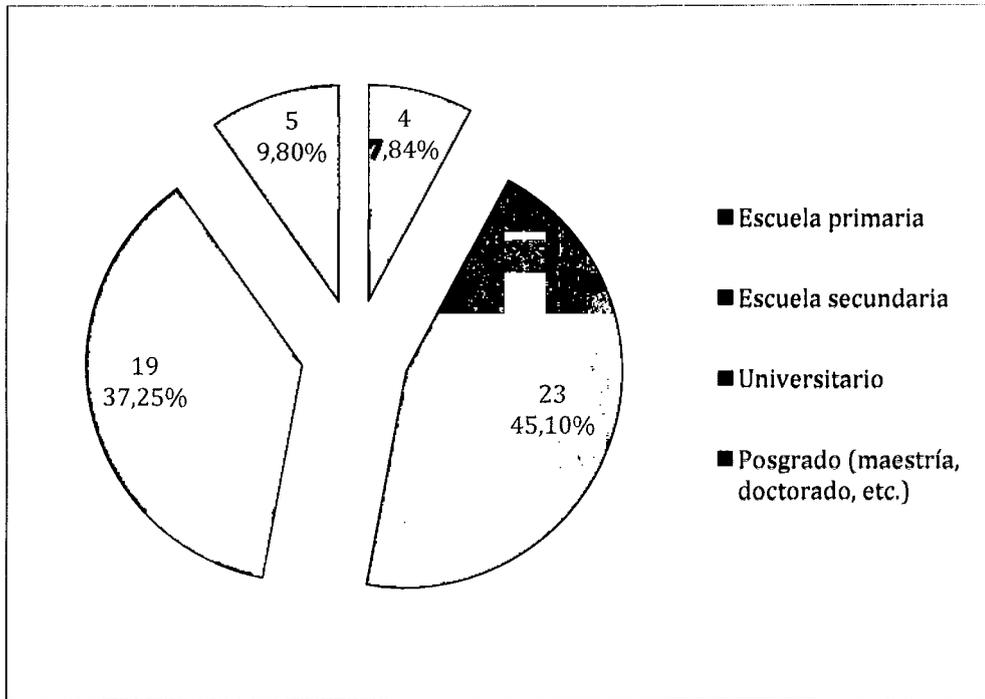


Gráfico XVII: Encuestados que no han participado de una valuación: Tipos Societarios

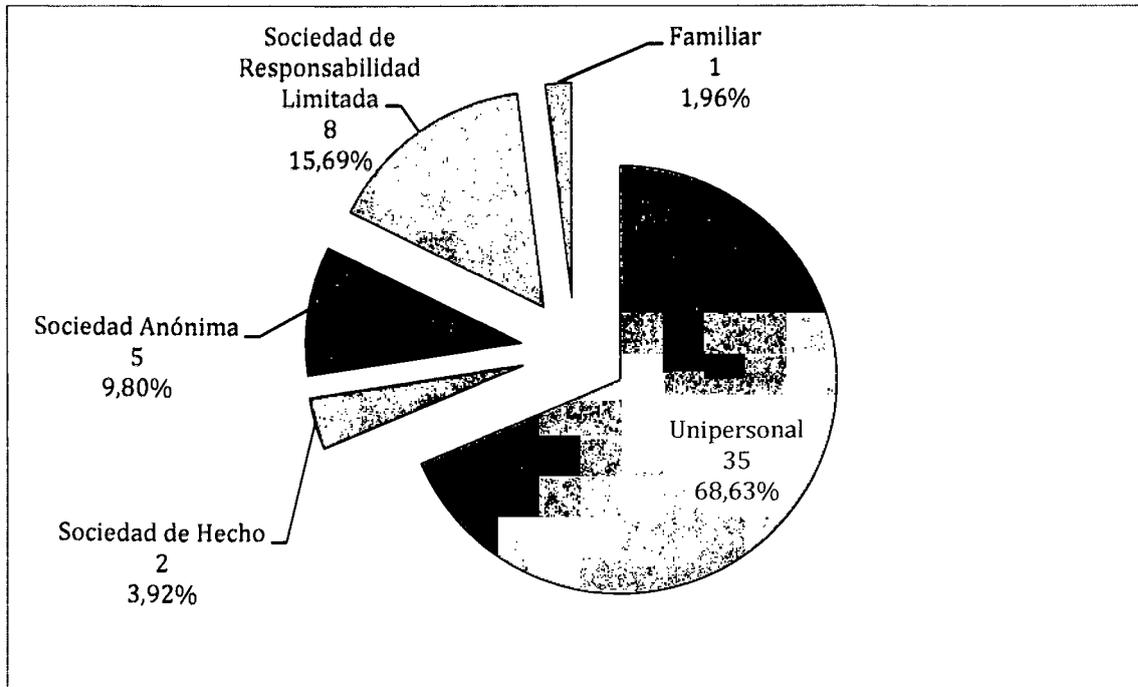




Gráfico XVIII: Encuestados que no han participado de una valuación: Número de Empleados

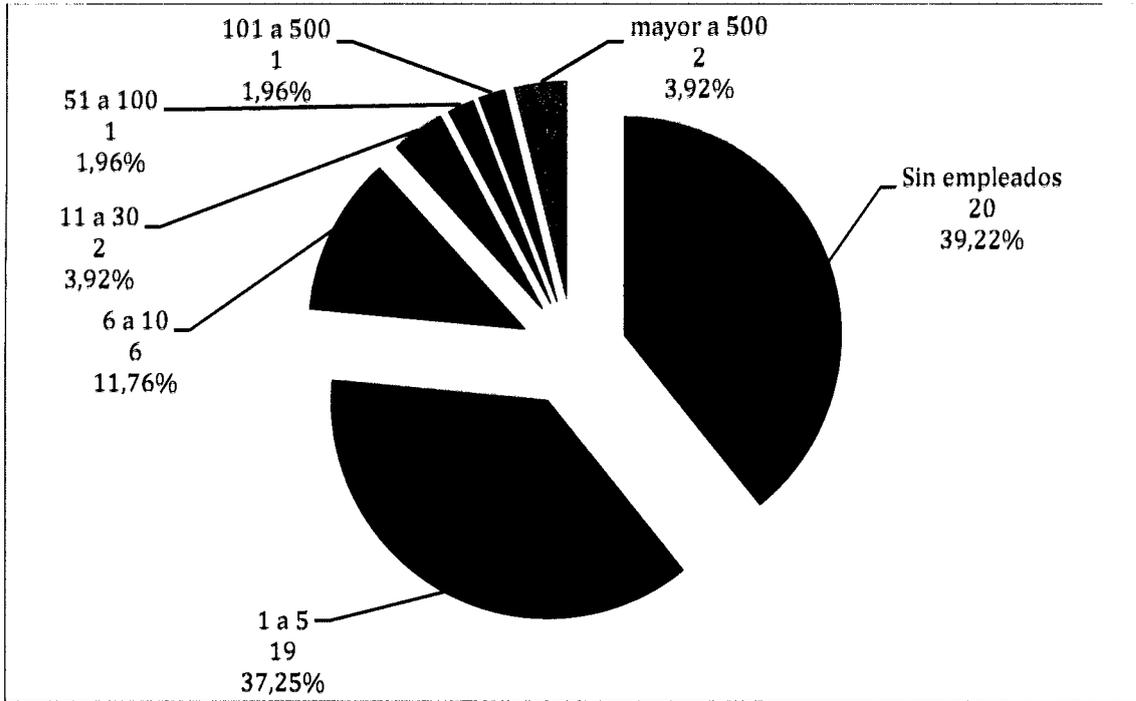


Gráfico XIX: Encuestados que no han participado de una valuación: Relación Fundacional y Generacional

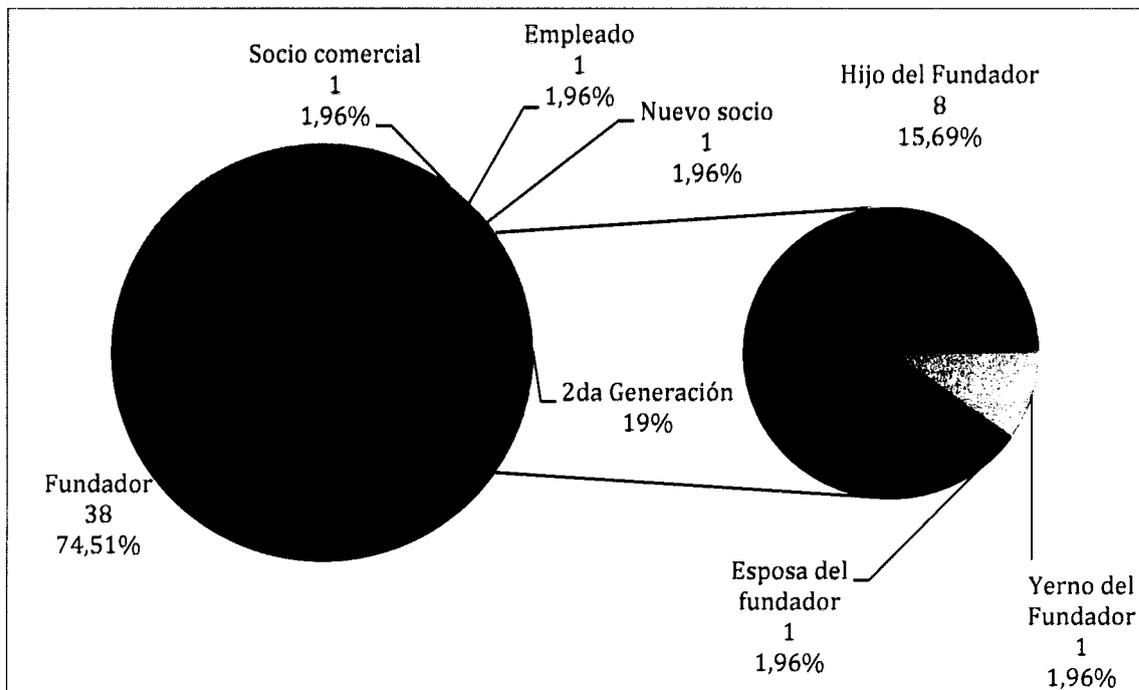




Tabla VIII: Encuestados que no han participado de una valuación: Rubros, respuestas absolutas

| Rubro agrupado | Respuestas |
|---|------------|
| Alimentos y bebidas | 3 |
| Gastronomía/Bares | 1 |
| Explotación Agroganadera/Agroindustria | 1 |
| Industria Textil/Venta Indumentaria y Zapatos | 8 |
| Industria de la Construcción/Afines | 7 |
| Turismo/Transporte | 3 |
| Grafica/Librería/Juguetería | 3 |
| Peluquería/Belleza/Perfumerías | 3 |
| Comunicaciones/Locutorios/Medios/Mensajerías | 2 |
| Venta de cosas muebles/Durables | 4 |
| Servicios informáticos y a empresas | 4 |
| Servicios profesionales | 3 |
| Otros comercios y servicios | 6 |
| Kioscos/Diarios y revistas | 1 |
| Otras Industrias | 2 |

Gráfico XX: Encuestados que no han participado de una valuación: Rubros, porcentajes

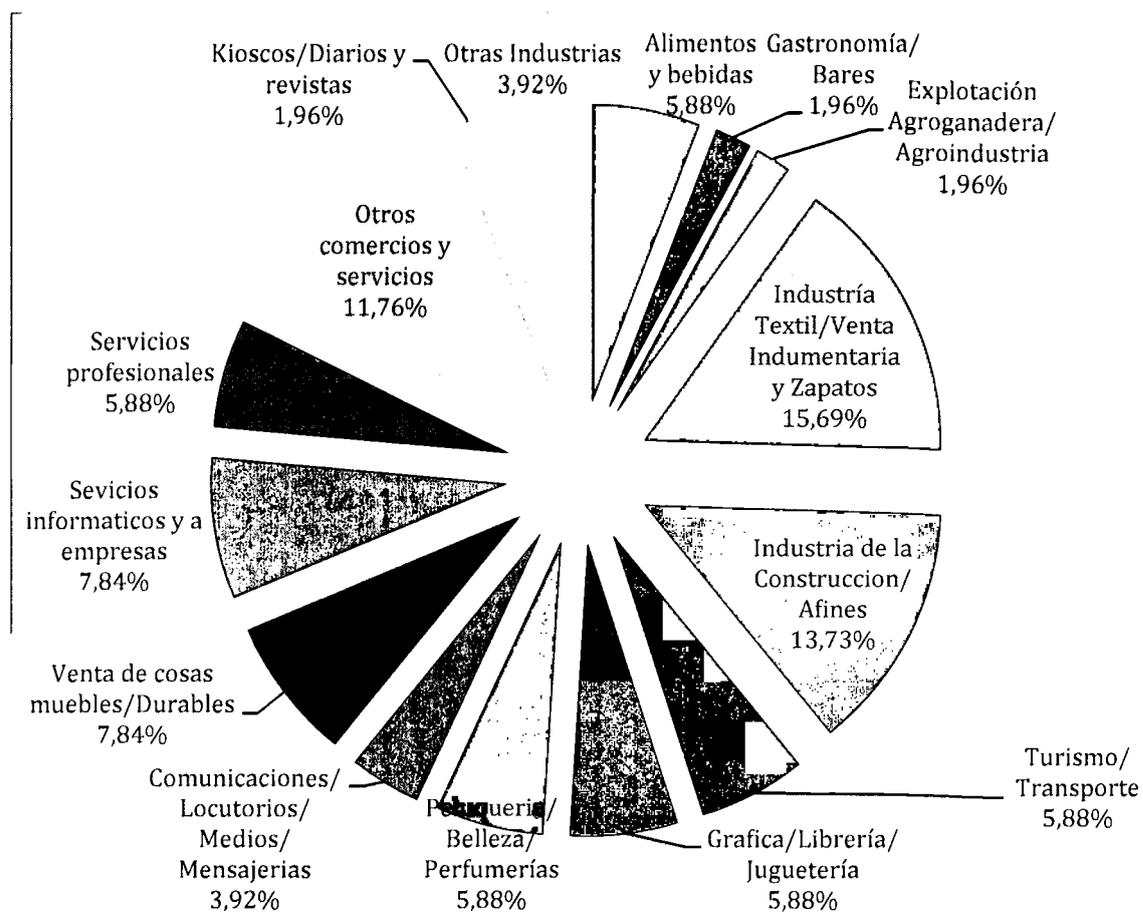




Gráfico XXI: Encuestados que no han participado de una valuación: Métodos utilizados

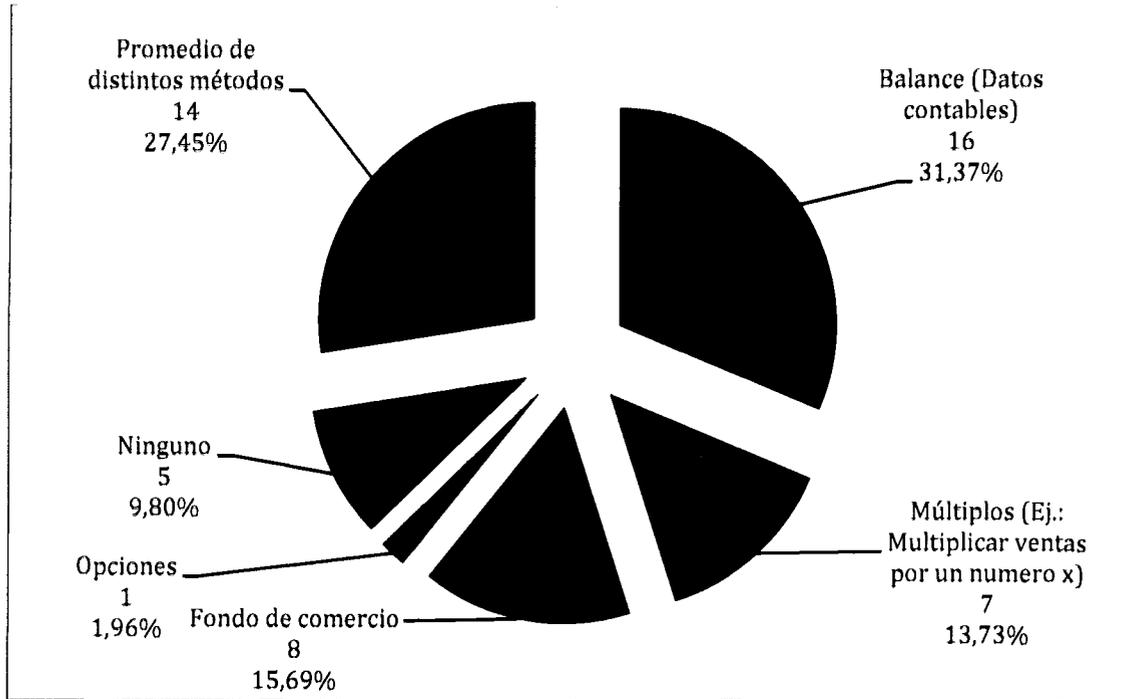


Gráfico XXII: Encuestados que no han participado de una valuación: Nivel Educativo vs. Métodos

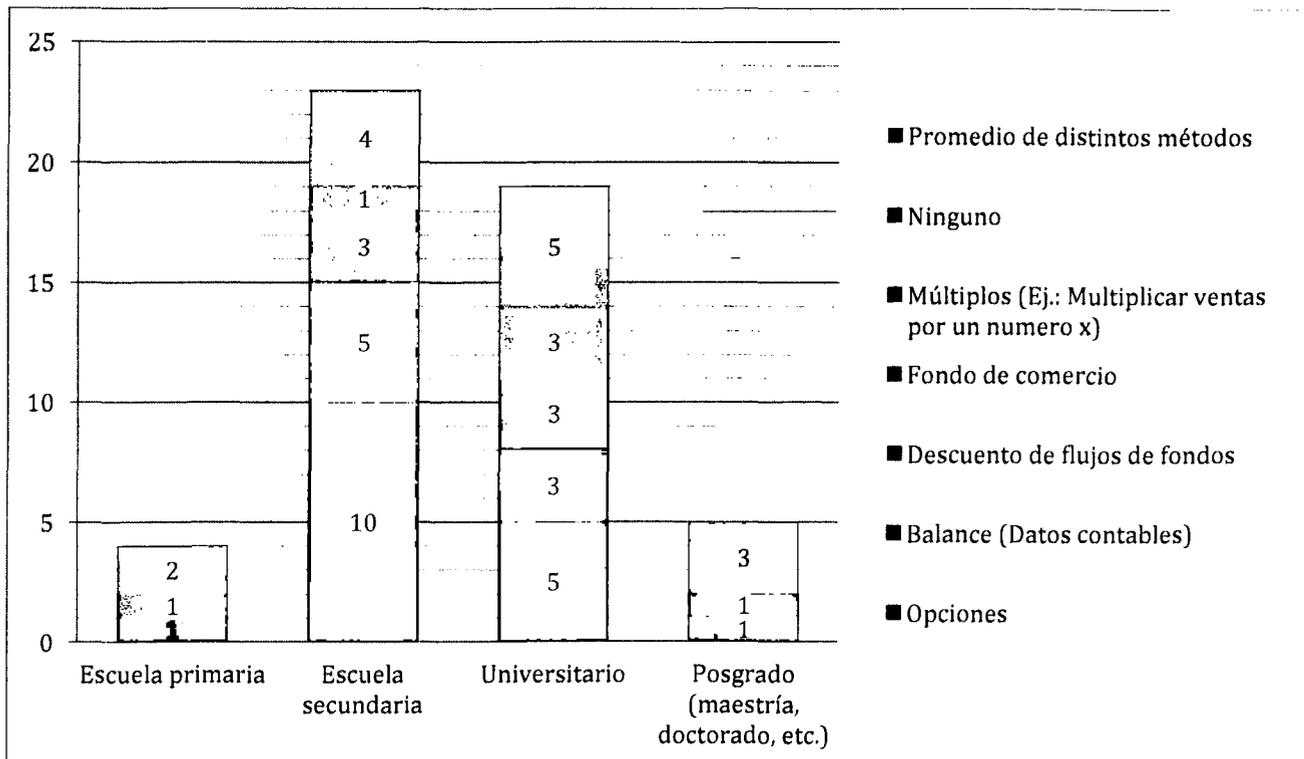




Gráfico XXIII: Encuestados que no han participaron de una valuación: Cantidad de Empleados vs. Métodos

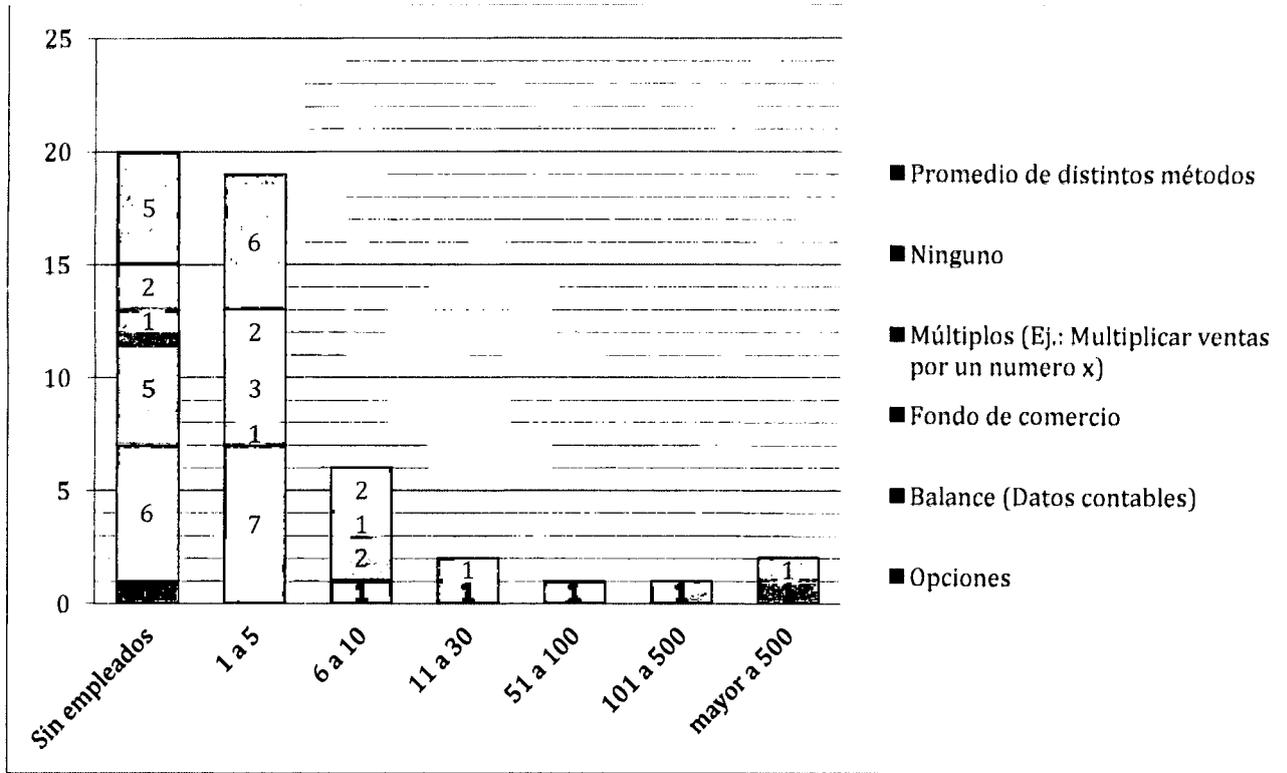


Gráfico XXIV: Encuestados que no han participaron de una valuación: Fundadores y continuadores vs. Métodos

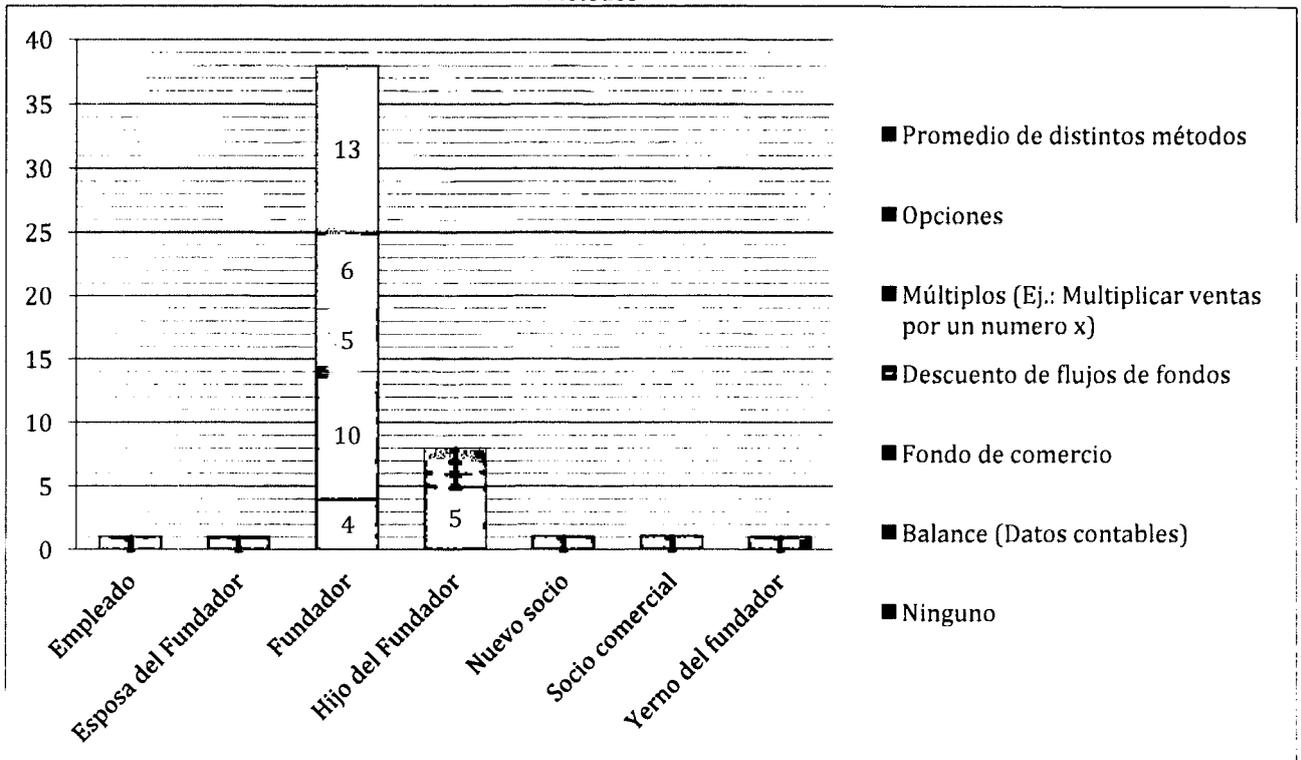




Gráfico XXV: Encuestados que no han participado de una valuación: Antigüedad vs. Métodos

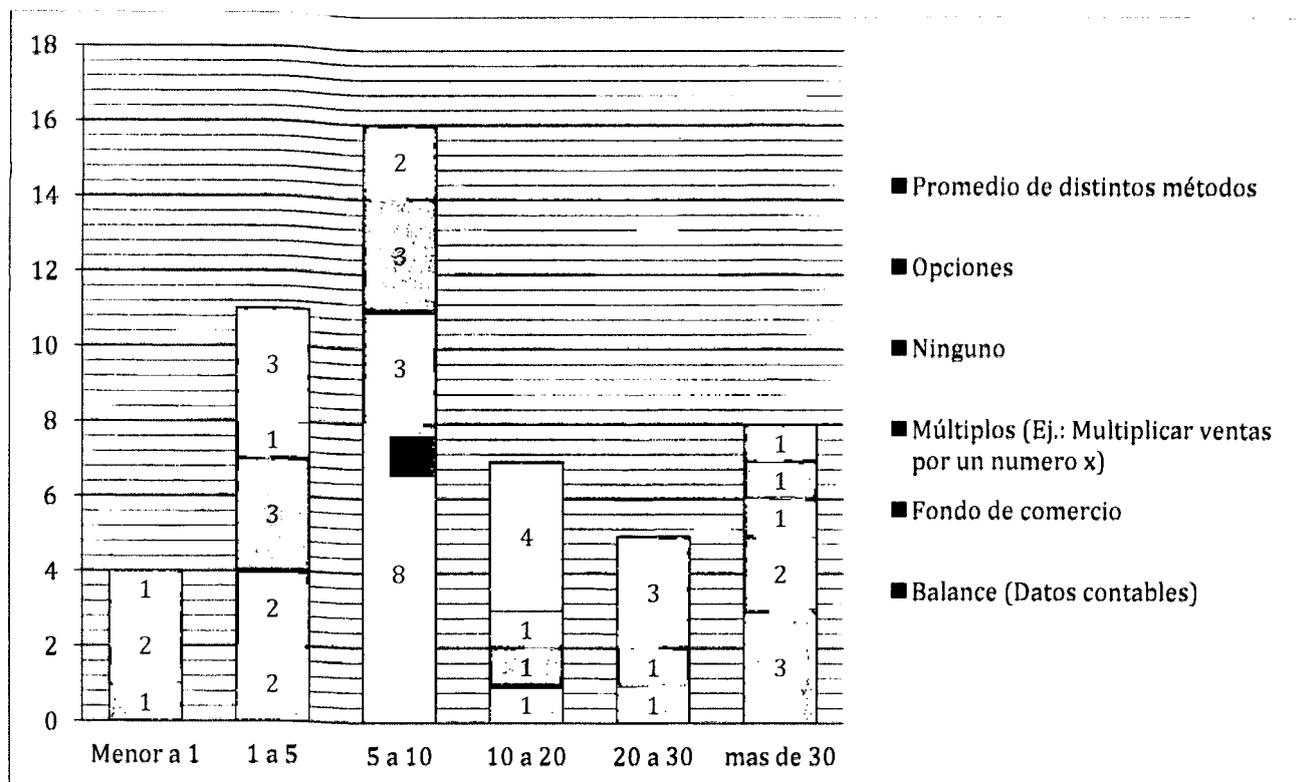


Tabla IX: Determinación de valor y motivos encuestados que no han participado de una valuación y optaron por método Balance

| Determinación | Motivos de la elección |
|--|---|
| Por el stock mas la entra de salida la liquidez que tenga la empresa | No lo se |
| Resultados arrojados por el balance | Me parece que es el que refleja los datos más precisos |
| Con un balance. | Me parece el mas practico. |
| Con el capital que invertí. | Porque es un trabajo artesanal. |
| Valuar bienes muebles, valuar empleados, rentabilidad y gastos mensuales. Alquiler, impuestos | Por la inversión que haría |
| Auditoria | Me remito a la documentación obrante en mi poder |
| En principio inventario de mercadería y si posee deudas con dichos proveedores y/u otro gasto. | No conozco otro |
| Cuando hice recuento de mercadería. | Me parece el mas eficaz. |
| Por los activos que poseo. | Me parece el mas coherente. |
| Balance | Porque es información certera |
| En función al único vehículo que poseía y a los ingresos que me generaba trabajar yo mismo como chofer | Porque creo que es el más conveniente dado que hoy por hoy no cuento con un nivel óptimo de ingresos que me permita vender mi empresa |
| Ventas. Inventario. Análisis de mercado. | Parece el más racional. |
| Mediante un Balance | Por considerarlo el mas exacto. |



**Tesis "Metodologías y Opciones para
la Valuación de Empresas Familiares"**
Autor: Lic. en Administración Matías R. Caramés Stornini
Director: Dr. Juan Carlos Alonso



| | |
|-----------------------------|---|
| Balance y stock. | No conozco otro. |
| Activos versus pasivos | Simple y claro en lo financiero |
| Por su facturación mensual. | Porque es lo mas acertado en cuanto a las ganancias que puede brindar la empresa. |

Tabla X: Determinación de valor y motivos encuestados que no han participado de una valuación y optaron por método Fondo de Comercio

| Determinación | Motivos de la elección |
|--|--|
| Ubicación, transito de gente, rubro, costo de mercadería, inmueble valor y o alquiler. | Es la perspectiva que tengo por la experiencia. |
| La inversión mas el trabajo personal mas la ganancia. | No conozco otro. |
| Consultando con colegas | por no tener la mínima idea sobre el tema |
| Por stock de mercadería mas la clientela que el negocio tiene. | No conozco otra manera de hacerlo. |
| Por inversiones e historial de facturación | Es el único que conozco |
| NS/NC | NS/NC |
| tasando tangibles, las mejores del espacio, la rentabilidad, tasando intangibles, y revisando el crecimiento, y en base a eso proyectar. Aunque creo que lo beneficioso para una operación clara, es pedir asistencia a algún agente especializado en el tema. | Lo primero que se me disparo, ignorando las formas posibles razones que podría estar haciendo, aunque registro que en mi ignorancia el resultado a obtener estaría sujeto al azar, por eso pediría asistencia. |
| Por testeo del mercado y por búsqueda de mejores ventajas para el comprador. | No conozco otro y era el que mejor podía aplicar. |

Tabla XI: Determinación de valor y motivos encuestados que no han participado de una valuación y optaron por método Múltiplos

| Determinación | Motivos de la elección |
|---|---|
| Multiplicaría la ganancia por un año. | Porque es el que conozco. |
| La ganancia mensual mas alta multiplicada por 1 año | Normalmente entre comerciantes se hace de ese modo |
| Multiplicaría la facturación por un año. | Porque es el mas justo y visible para el que compra. |
| Promedio de Prima emitida anual en los últimos 36 meses | Costumbre de mercado |
| Por ventas y rentabilidad | conocimientos |
| Multiplicaría por 5 el valor del PVP de la mercadería vendida y la mercadería en stock. | Es el calculo inicial tomado al comenzar el proyecto. |
| NS/NC | NS/NC |

Tabla XII: Determinación de valor y motivos encuestados que no han participado de una valuación y no utilizaron métodos de valuación

| Determinación | Motivos de la elección |
|---------------------------|--|
| Breve análisis de mercado | Dependiendo de la población en donde se encuentre ubicado el comercio el resultado promedio porcentual seria mas adecuado si el negocio es rentable o no es rentable |



**Tesis "Metodologías y Opciones para
la Valuación de Empresas Familiares"**
 Autor: Lic. en Administración Matias R. Caramés Stornini
 Director: Dr. Juan Carlos Alonso



| | |
|--|---|
| Evaluaría la utilidad. Ventas Vs. Gastos fijos | Me parece el mas adecuado para evaluar si me sirve o no. Teniendo en cuenta el potencial crecimiento que puedo generarle. |
| Contratando Tasador | Porque no conocia otra forma |
| Por el valor en bolsa | Por ser público y aceptado por la mayoría. |
| Llamaría a un tasador | No tengo idea como saber cuanto vale mi negocio |

Tabla XIII: Determinación de valor y motivos encuestados que no han participado de una valuación y optaron por método Opciones

| Determinación | Motivos de la elección |
|--------------------------------------|--------------------------------|
| Valor Financiero y valor intangible. | calculo aproximado de la marca |

Tabla XIV: Determinación de valor y motivos encuestados que no han participado de una valuación y optaron por un Promedio de Distintos Métodos

| Determinación | Motivos de la elección |
|---|---|
| Se produjo un cambio de empleador a trabajador independiente. | Es el método mas cierto para reflejar la realidad. Depende del momento, es decir si me interesa vender o retirarme de la actividad. |
| Instalaciones, maquinas y facturación. | Es el que conozco. |
| Tomaría un Balance del capital (herramientas/vehículos/etc.), mas un coeficiente sobre facturación. | No se ocurre otro. |
| Balance de mercaderías, mas la ubicación, mas el promedio de venta mensual. | Porque creo que es el mejor. |
| Valor de la facturación anual por los clientes abonados y Un valor por los fuentes del software desarrollado (know how) estimando las ventas potenciales del mismo. | A primera vista entiendo que es el mejor pero llegado el caso, me informaría mas detalladamente sobre el tema. |
| Analizaría el servicio o producto, su originalidad, diferenciación respecto de otros y la posibilidad de sustentabilidad al mediano plazo. El tema ingresos seria cuestión de atraer a la clientela apropiada | Porque no me basaría en un análisis únicamente numérico sino estratégico |
| Con la inversión que realicé y mi capital propio mas la ganancias. | Porque en el momento que lo realizo había mas rentabilidad de producto. |
| Descontaría el flujo de fondos de 10 años, a su vez haría una revaluación de las acciones y multiplicaría el BAIT por "x" cantidad según la industria. De lo obtenido en por cada método, fijaría el valor que mas se ajuste según el valor que crea la empresa y otras variables subjetivas. | Elijo varios métodos, con el fin de obtener una visión mas objetiva y la generación de valor futuro por parte de la empresa. |
| Si tuviese que hacerlo le determinaría el valor realizando una canasta de opciones(costo estimado del fondo de comercio / utilidad anual /antigüedad del comercio / posibilidades de crecimiento futuro) | Por sentido común. |
| NS/NC | NS/NC |
| En base a los balances, el nivel de actividad de la empresa | Son los que podría manejar yo, para el resto debería buscar asesoramiento. |



| | |
|--|---|
| Análisis de mercado producto y Segmentación Comparación de cuadros de resultados | Conocer la realidad actual del emprendimiento y su posible proyección |
| Por estimación, considerando valores de: activos, pasivos, Recursos humanos, contingencias, proyección de ingresos y gastos, | Me parece que refleja el movimiento y flujo de la empresa. |
| Promedio de distintos métodos. | Me parece lo mas acertado. |

Gráfico XXVI: Encuestados que no han participado de una valuación: quienes solicitaron ayuda profesional, cantidad de respuestas y porcentajes

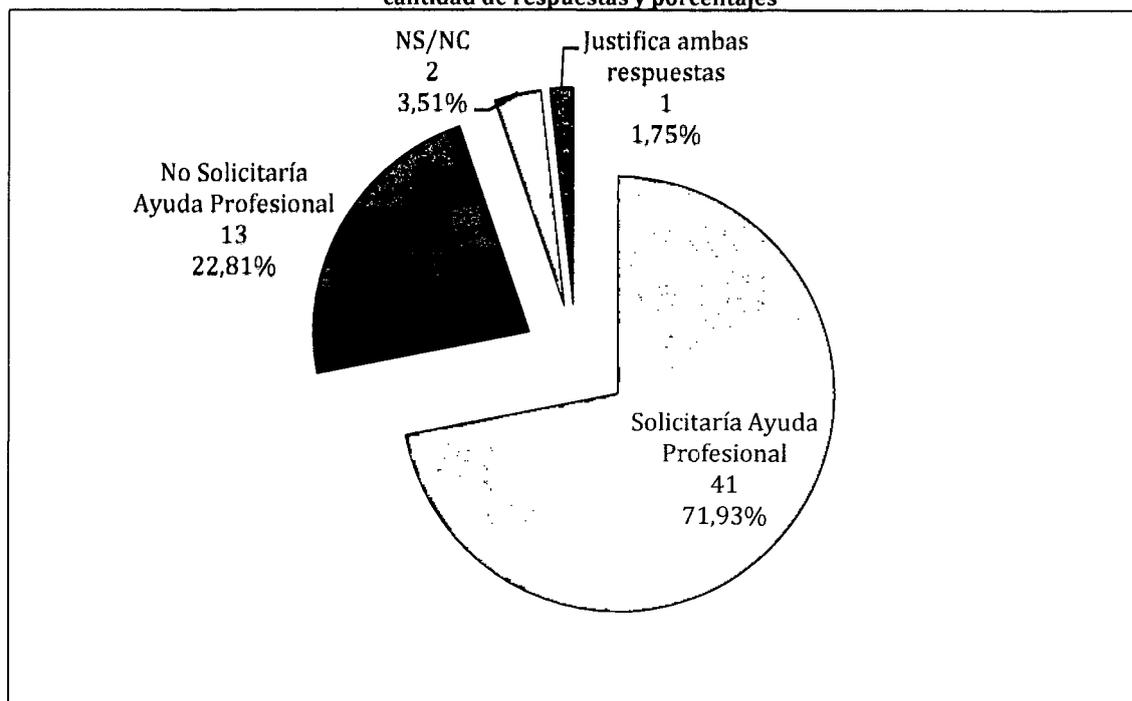


Tabla XV: Encuestados que no han participado de una valuación: quienes solicitaron ayuda profesional, respuestas

| Solicitarían Ayuda |
|---|
| A alguien que sepa del rubro en cuestión |
| A algún profesional con experiencia, supongo que economista o administrador de empresas |
| A amigos que ya han vendidos fondos de comercio |
| A colegas por estar en el tema |
| A expertos en la materia |
| A un administrador de empresas |
| A un contador por la confianza. |
| A un contador porque es la persona idónea |
| A un contador reconocido por mi profesionalmente. Por confianza. |
| A un Contador, para que me asesore en el tema impositivo. |
| A un contador, porque es quien me asesora generalmente |
| A un contador. |
| A un profesional |



Análisis de las encuestas, encuestados que han participado en una valuación¹²²

Gráfico XXVII: Encuestados que han participado de una valuación: sexo

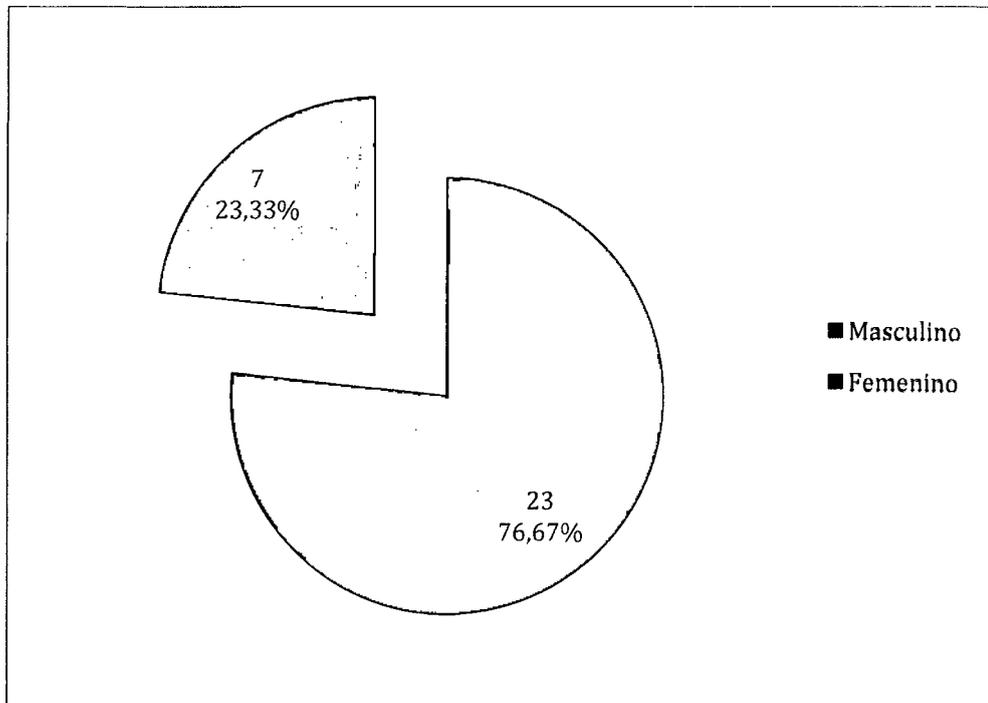
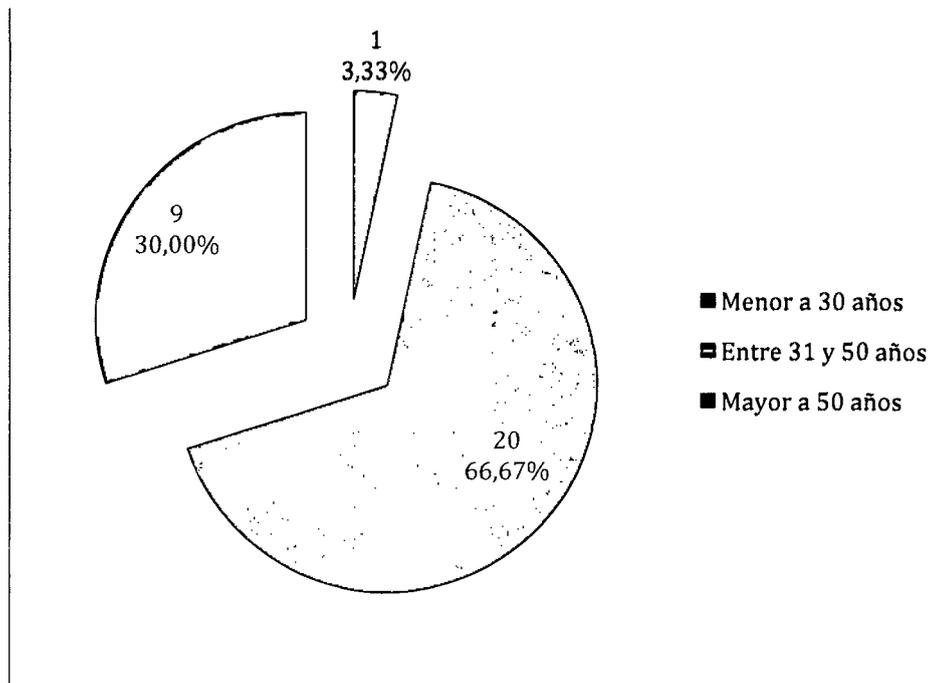


Gráfico XXVIII: Encuestados que han participado de una valuación: Edad



¹²² Todos los gráficos y tablas de esta sección son de elaboración propia.



Gráfico XXIX: Encuestados que han participado de una valuación: Nivel educativo

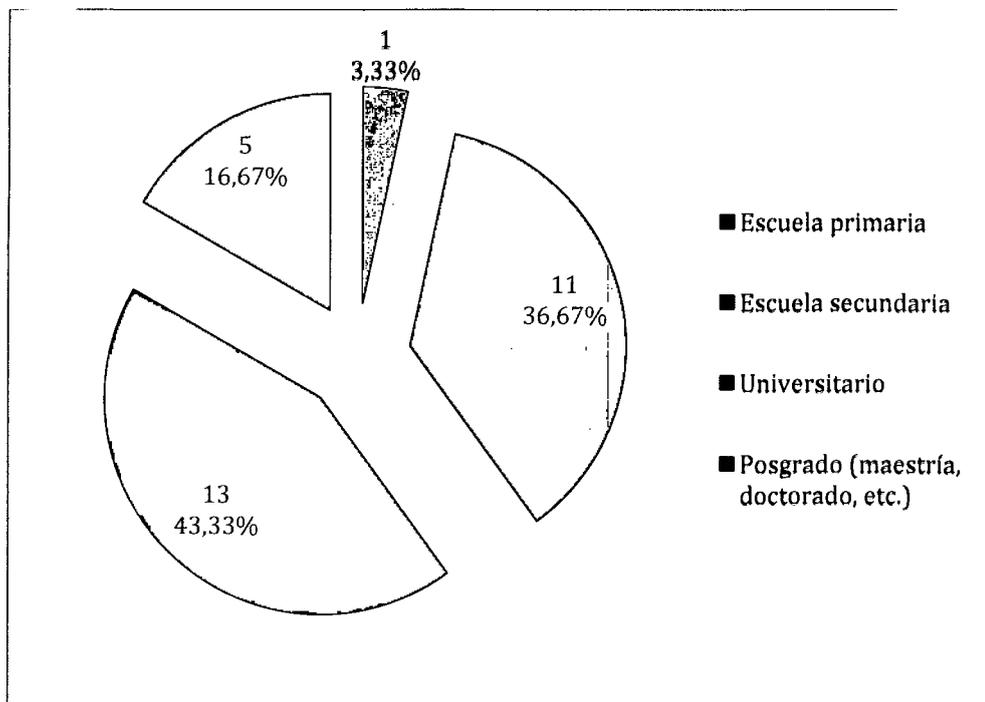


Gráfico XXX: Encuestados que han participado en una valuación: Tipos Societarios

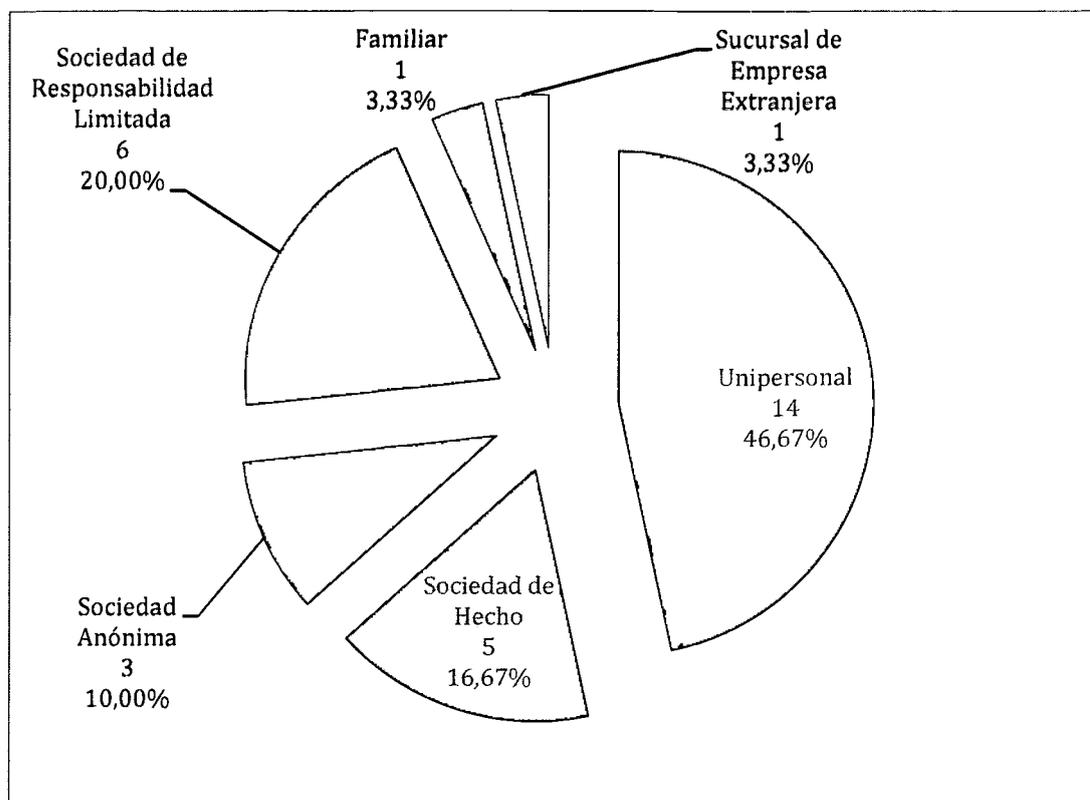




Gráfico XXXI: Encuestados que han participado de una valuación: Número de empleados

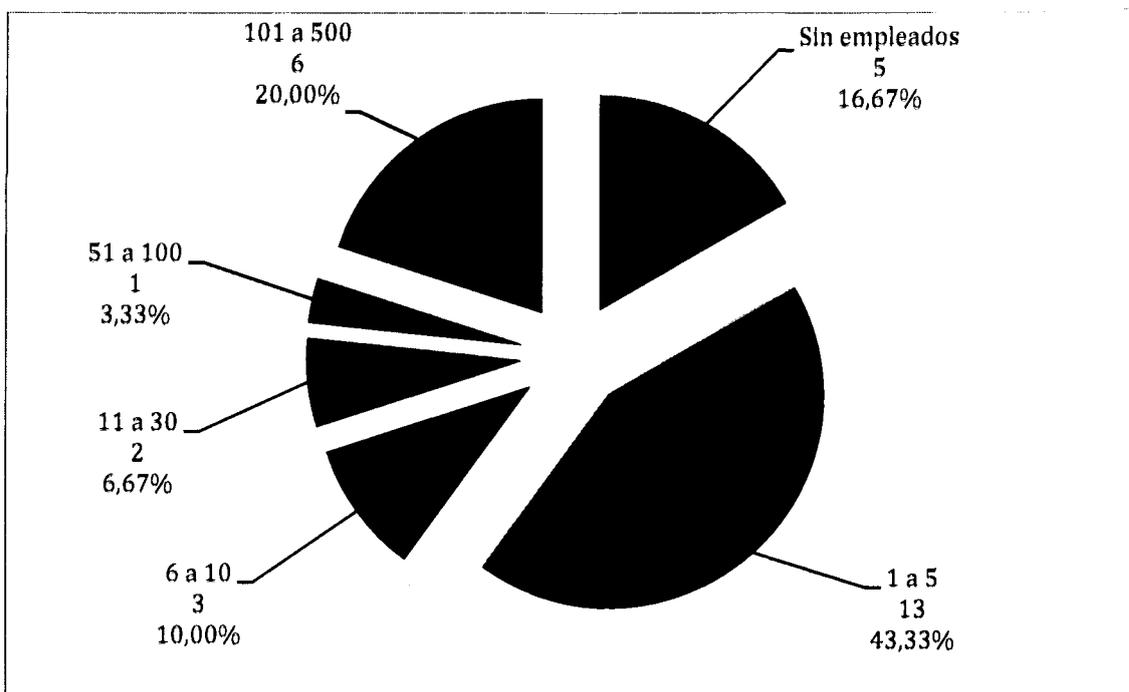


Gráfico XXXII: Encuestados que han participado de una valuación: Relación Fundacional y Generacional

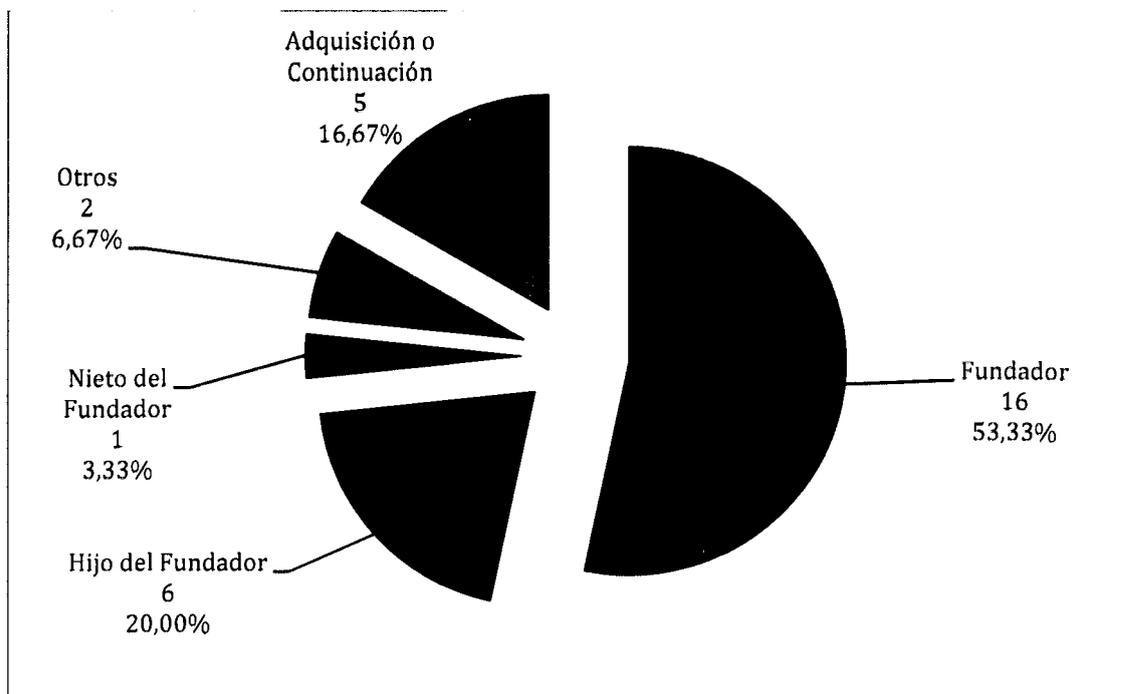




Tabla XVI: Encuestados que participaron de una valuación: Rubros, respuestas absolutas

| Rubro agrupado | Respuestas |
|---|------------|
| Alimentos y bebidas | 1 |
| Gastronomía/Bares | 3 |
| Explotación Agroganadera/Agroindustria | 4 |
| Industria Textil/Venta Indumentaria y Zapatos | 5 |
| Industria de la Construcción/Afines | 3 |
| Grafica/Librería/Juguetería | 1 |
| Comunicaciones/Locutorios/Medios/Mensajerías | 2 |
| Venta de cosas muebles/Durables | 1 |
| Servicios informáticos y a empresas | 3 |
| Servicios profesionales | 5 |
| Otros comercios y servicios | 1 |
| Kioscos/Diarios y revistas | 1 |

Gráfico XXXIII: Encuestados que participaron de una valuación: Rubros, porcentajes

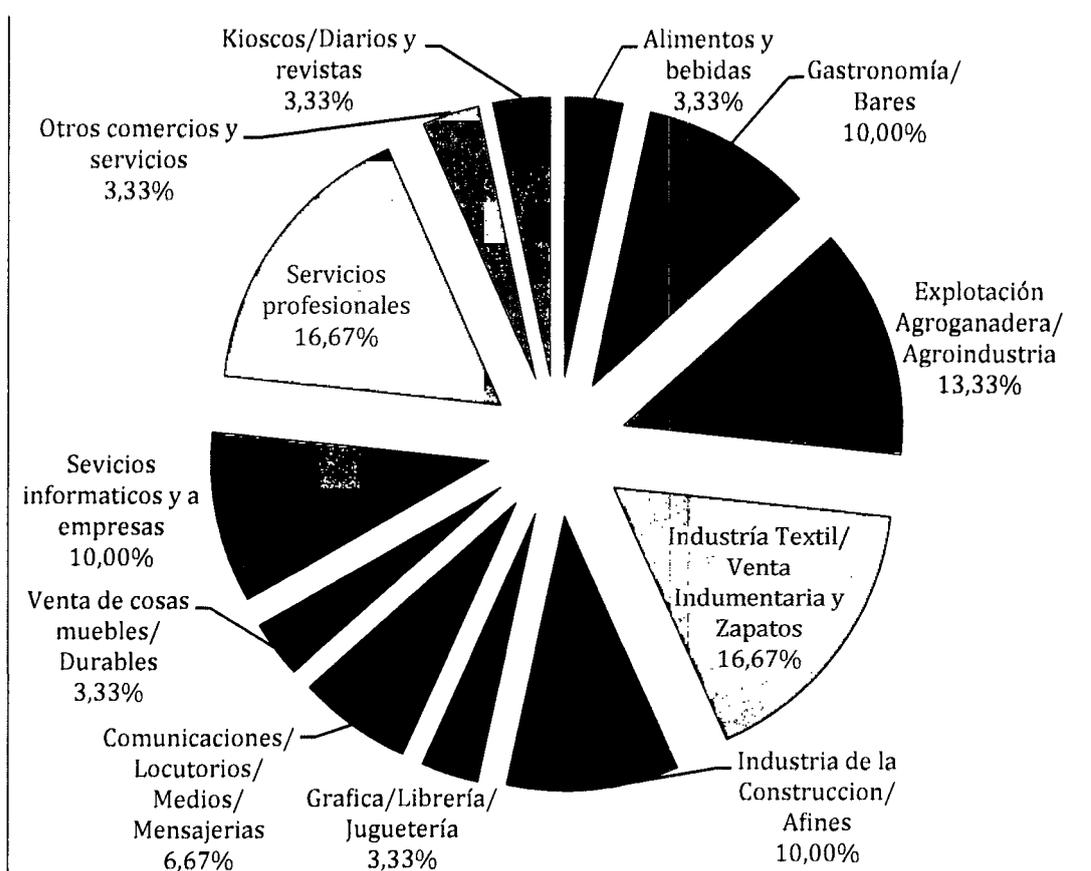




Gráfico XXXVI: Encuestados que participaron de una valuación: Cantidad de Empleados vs. Métodos

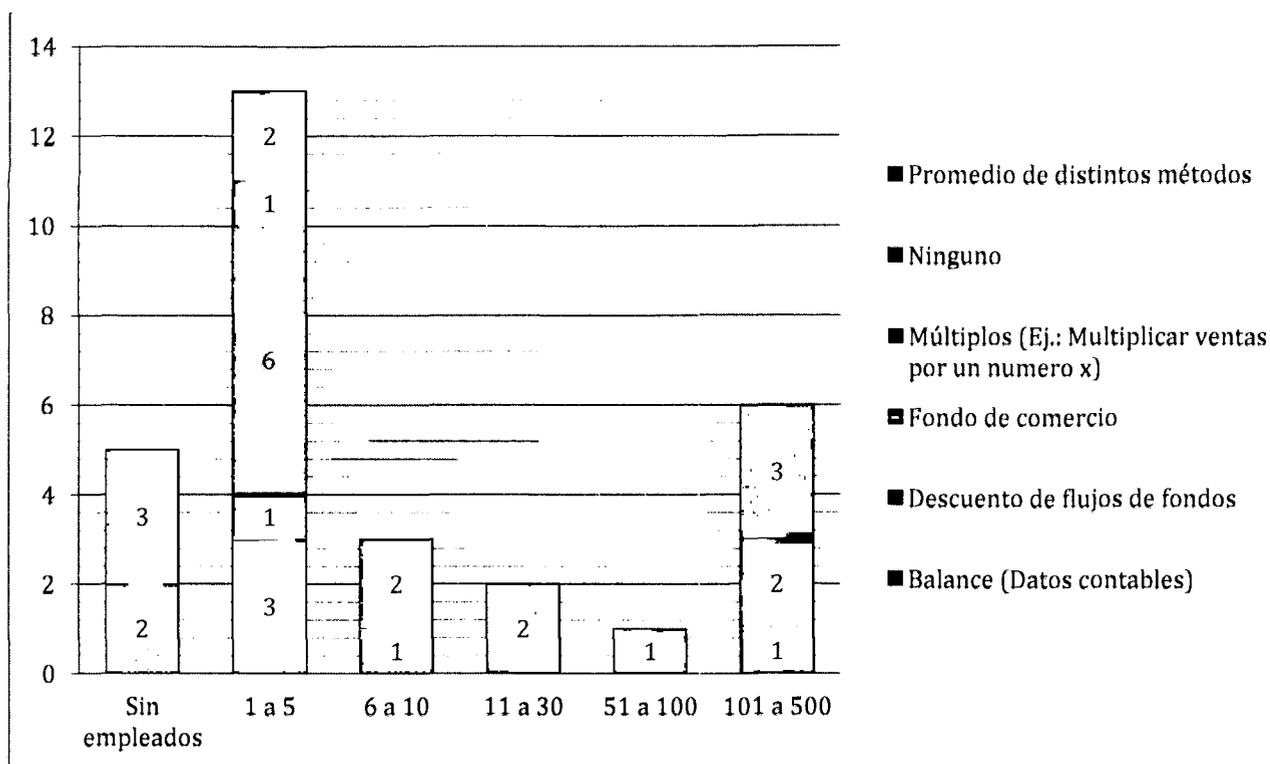


Gráfico XXXVII: Encuestados que participaron de una valuación: Fundadores y continuadores vs. Métodos

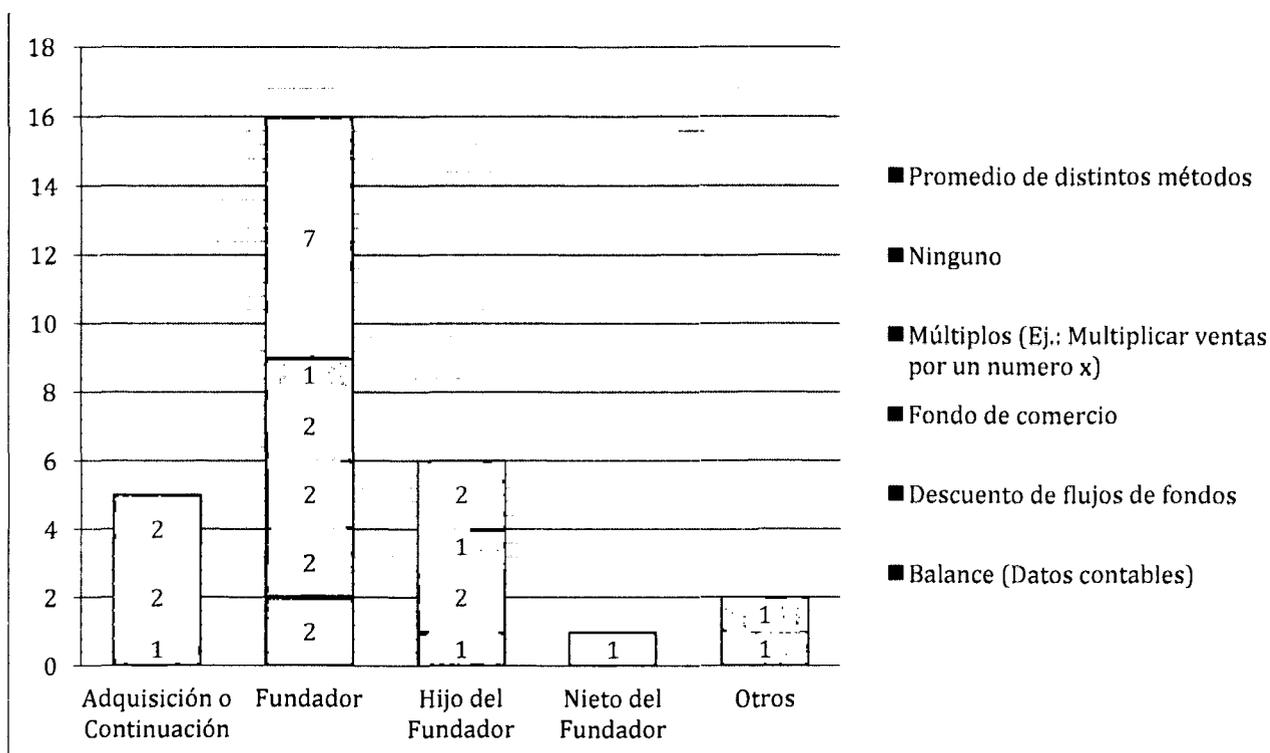




Gráfico XXXVIII: Encuestados que participaron de una valuación: Antigüedad vs. Métodos

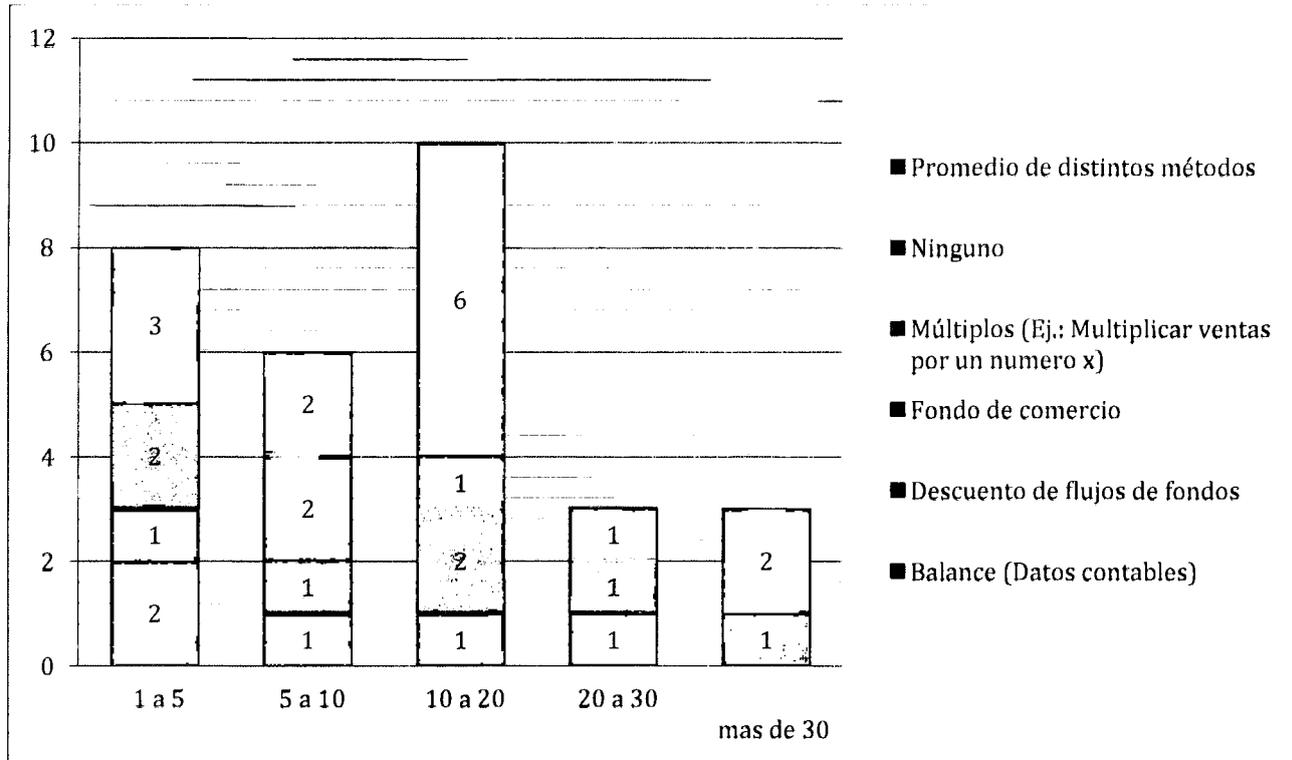


Tabla XVII: Determinación de valor y motivos encuestados que participaron de una valuación y optaron por método Balance

| Determinación | Motivos de la elección |
|--|--|
| Valorizando el stock | Porque me parece el mas seguro y el correcto |
| A través de los Balances de la misma, o del valor nominal que figura en Estatuto Social en mi caso ese fue el valor de venta que yo utilice para vender mi parte de la sociedad. | En caso fue el acordado con los socios Mayoritarios |
| El 35% del valor del mismo producto nuevo. | Elegí ese método porque necesitaba efectivo rápido. |
| Basándonos en la inversión inicial y la durabilidad de los productos. El estado de los mismos y su valor actual. | Porque al ser un emprendimiento familiar, para los que no conocemos bien la manera de proceder, es la más transparente. Por lo menos así parece. |
| Balance | Es justo |

Tabla XVIII: Determinación de valor y motivos encuestados que participaron de una valuación y optaron por método Descuento de Flujos de Fondos

| Determinación | Motivos de la elección |
|---|---|
| Como citaba, tomando el flujo de fondos actual + proyectado y comparándolo con una tasa de interés para otro tipo de inversión. | Por que si vendo la empresa, voy a realizar otro tipo de inversión con el resultante de la misma, y por ende, debo realizar una comparativa para ver a que valor debo vender. |
| Flujos de fondos Futuros | Inflación |



Tabla XIX: Determinación de valor y motivos encuestados que participaron de una valuación y optaron por método Fondo de Comercio

| Determinación | Motivos de la elección |
|--|--|
| Utilizando el método de Fondo de Comercio | Porque considero que la valuación de la marca, de la clientela, de los contratos vigentes, es decir, de los bienes materiales, no se consideran fielmente en otros métodos |
| Mercadería (Stock) - clientela - oferta y demanda + ubicación | No conozco otro. |
| Por el valor de la propiedad y facturación | Es el más común para todo tipo de negocio de este tipo |
| Acuerdo con el dueño anterior. | Según uso y costumbre. |
| Ganancia neta de un determinado periodo mas balance de mercadería. | Convencer al posible comprador que obtendrá ganancias dentro de un periodo razonable. |
| Por las ventas del ultimo año | Es el que maneja en el mercado |

Tabla XX: Determinación de valor y motivos encuestados que participaron de una valuación y optaron por método Múltiplos

| Determinación | Motivos de la elección |
|---|--|
| Consideraría cuánta plata me genera mi estudio profesional por mes y vendería mi cartera de clientes y mi estudio en funcionamiento al valor equivalente a 3 años ese dinero mensual (36 meses) | Porque desconocía el valor agregado que tenía mi negocio |
| Balances Anuales y posibilidad de crecimiento | No hay ninguno que me convenza más |

Tabla XXI: Determinación de valor y motivos encuestados que participaron de una valuación y no utilizaron métodos de valuación

| Determinación | Motivos de la elección |
|---|---|
| Mi hermano me ofreció un precio y lo acepté. | Por confianza. Además, en estos casos de divisiones de empresas, uno divide y el otro elige la parte. |
| Elegí la mitad de los locales que tenía con mi socio y dividimos el inventario. | Acepte la propuesta de mi socio de separarnos. |

Tabla XXII: Determinación de valor y motivos encuestados que participaron de una valuación y optaron por un Promedio de Distintos Métodos

| Determinación | Motivos de la elección |
|---|---|
| Las ventas proyectadas de tres años mas el balance de mercaderías. | Es la única forma que vendería. |
| Valuando activos tangibles e intangibles, facturación y posición de la empresa en el mercado | Minimizar riesgos debido al valor de la información disponible |
| Evalué stock resultado de haberes y ganancia sobre facturación | Me parece la ecuación mas lógica para vender |
| Estudio de mercado, flujo de fondos futuros y rentabilidad esperada para ver el recupero esperado de la inversión | Creo que un solo método es insuficiente ya que cada uno solo considera algunas variables. |
| Tomo siempre el importe de los últimos meses facturados, la rentabilidad y el posible tiempo de recupero, teniendo en | Porque es lo que hasta hoy me llevo a generar lo que genere, pero no descarto otros métodos |



**Tesis "Metodologías y Opciones para
la Valuación de Empresas Familiares"**
Autor: Lic. en Administración Matías R. Caramés Stornini
Director: Dr. Juan Carlos Alonso



| | |
|---|---|
| cuenta los riesgos | |
| Era una división de la empresa. Se tenían 10 locales, se dividieron y la parte vendedora le dio a elegir a la parte compradora 5 locales sin importar diferencias en facturación. Luego se dividió el stock de mercaderías y una parte compensó a la otra por la diferencia. | Necesitaba separarme de mi socio, era la única forma que aceptaría, cediendo mas que el. |
| Inversión inicial + facturación mensual por los meses que estuvimos desde la fundación + fondo de comercio (todos los elementos fijos + un valor agregado de clientela). | Nos pareció lo más redituable para nosotros. |
| Por la inversión realizada. La evaluación de posibilidades comerciales en el mercado. | Porque es el mas sencillo de evaluar y cuantificar. |
| El valor teórico técnico. El valor tiempo requerido. | Se adecuía al trabajo que realizo. |
| En estos años esta basado en subsidios básicamente, mas cantidad de unidades y recorrido | Porque es la entrada de dinero, las salidas están basadas en la administración de los fondos |
| Después de poner un punto fijo en dicha empresa que avale los datos que habian sido suministrados y haber calculado el costo total operativo, multiplique por 12 o 18 por la ganancia total de un mes (la diferencia de 12 a 18) tiene que ver con el mobiliario que tuviese dicha empresa. | en caso de comprar o vender uno tiene un parámetro real de que en una determinada cantidad de meses recuperaría la inversión. |
| Descuento de flujo de fondos, mas valoración de inventarios y valoración de intangibles, como licencias. | Mide de alguna manera el potencial del negocio. |
| Hubo un acuerdo. | No tenía otra opción. |

Debido a que Promedio de Distintos Métodos resultó ser la primera preferencia entre los encuestados que han vendido o comprado un emprendimiento, se analizaron los resultados para desglosar la mezcla de métodos utilizados.

Como esta sección de la encuesta es semi-estructurada, se interpretaron las respuestas para asemejarlas lo mas certeramente a los métodos conocidos. Cuando esto no fue posible, se aclara.

En el siguiente gráfico se muestran los resultados:



Gráfico XXXIX: Encuestados que participaron de una valuación: desglose de Promedio de distintos métodos

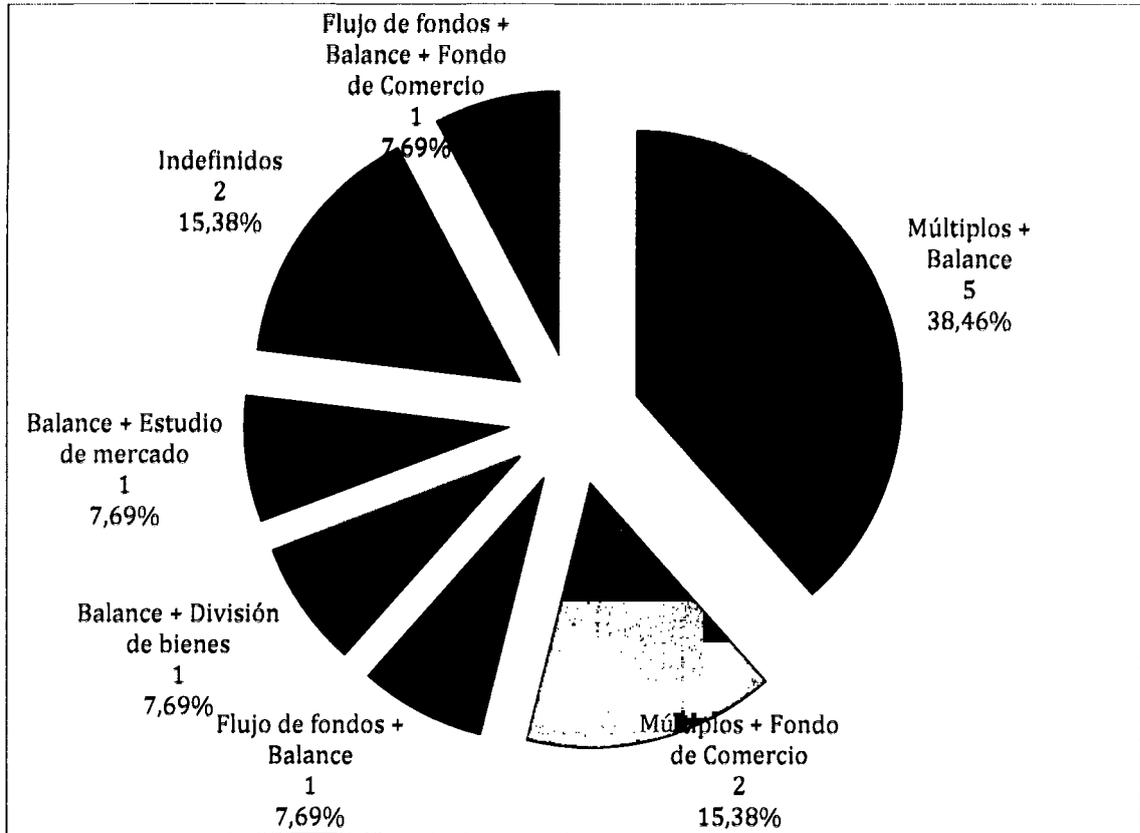
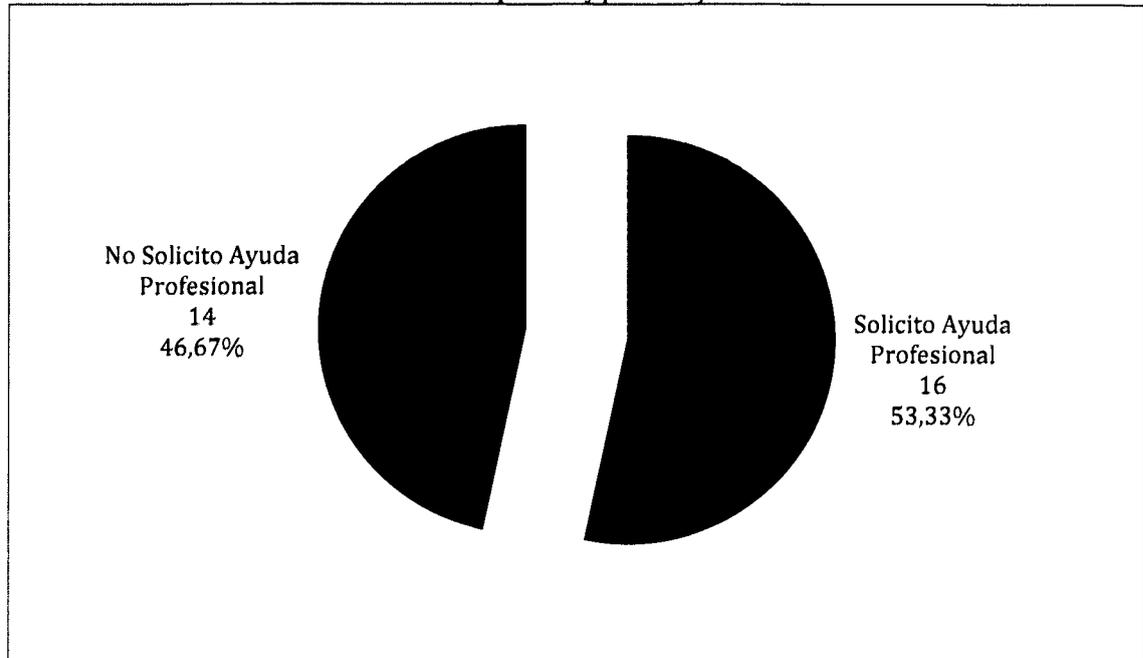


Gráfico XL: Encuestados que participaron de una valuación: quienes solicitaron ayuda profesional, cantidad de respuestas y porcentajes





**Tesis "Metodologías y Opciones para
la Valuación de Empresas Familiares"**
Autor: Lic. en Administración Matías R. Caramés Stornini
Director: Dr. Juan Carlos Alonso

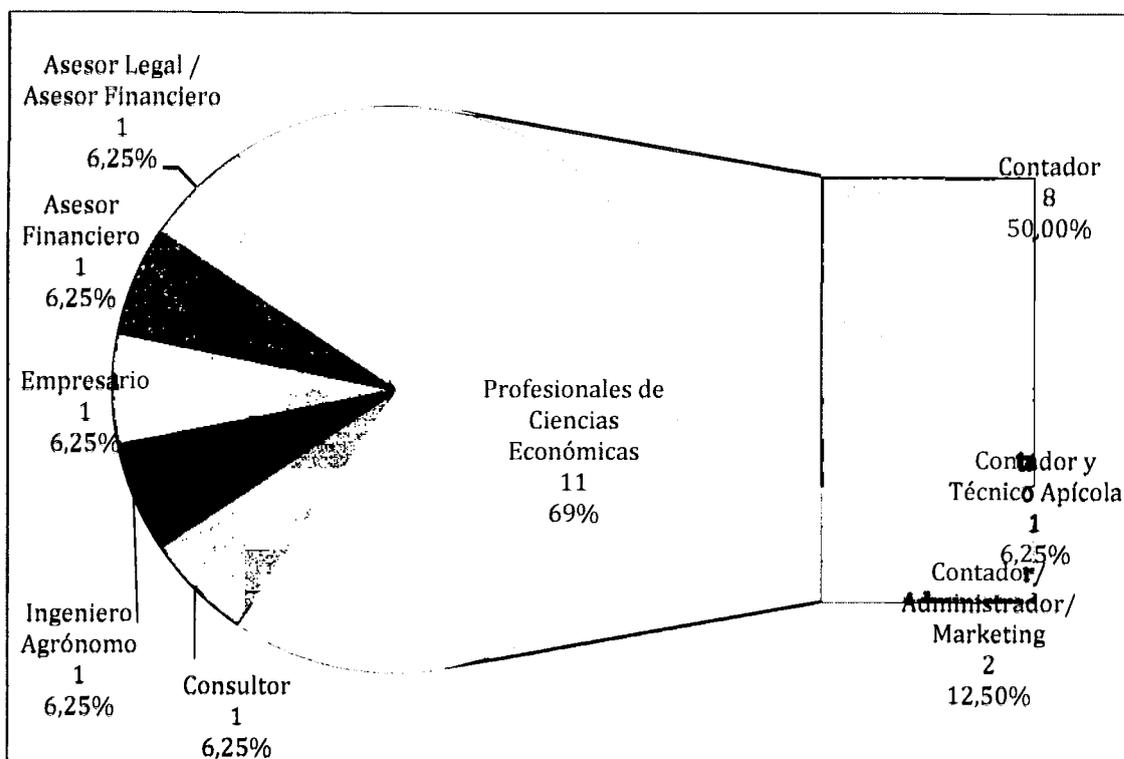


Tabla XXIII: Encuestados que participaron de una valuación: quienes solicitaron ayuda profesional, respuestas

| Solicitaron Ayuda | No Solicitaron Ayuda |
|--|--|
| A un contador, porque creo que me da una visión más numérica de la que puedo tener como empresario | Lo considero innecesario |
| Al contador de la empresa | No es necesario |
| Asesores financieros con know how en la industria. | No fue necesario |
| Contador | No hizo falta porque inventé mi negocio |
| Contador amigo | no lo consideré necesario |
| Contador, administrador de empresas | No lo necesité |
| Contador, porque aun siendo economista se me escapan las variables fiscales. también a algún referente de confianza en la industria. la voz de la experiencia siempre es buena aunque no sea profesional | No necesito |
| Contadores y Marketing | no porque es una información confidencial |
| Especialista Consultor, porque tiene el know how apropiado | No, conozco la rentabilidad de mi comercio |
| Ing. Agrónomo, para valuar campos, contador par valuar resto de activos y pasivos | No, porque soy profesional. |
| Si, a otro empresario por su experiencia | Por confianza hacia mi hermano. |
| Si, contador | Porque estamos capacitados para la evaluación por los conocimientos de tantos años de trabajar en el rubro |
| Si, contador público y técnico apícola | Porque me considero idóneo en esto |
| Si. un asesor legal y otro financiero, para quedarme tranquilo respecto a los riesgos de la operación | Tengo Contadores en la familia |
| Un contador o especialista en este tema | |
| Contador | |



Gráfico XLI: Encuestados que participaron de una valuación: quienes solicitaron ayuda profesional, profesiones



Entrevistas posteriores a la encuesta a Empresarios¹²³

Una vez terminadas las encuestas a empresarios, se consultaron los resultados con profesionales del ámbito de la consultoría para conocer su opinión acerca de los resultados obtenidos y saber como ellos valúan empresas en sus respectivas consultoras y/o ocupaciones.

Diego Ocampo¹²⁴, utiliza descuento de flujo de fondos y contrasta esos datos con la idea que el dueño tiene del valor, comenta que suelen tener idea a partir de alguna compra o venta anterior o algún tipo de múltiplos (ventas, empleados, etc.). Igualmente, Diego Ocampo cree que lo rico del método de descuento de flujo de fondos es que ve mas clara la generación de valor.

Al Ingeniero Ignacio Vélez Pareja¹²⁵ no le extrañan los resultados de la encuesta, según el, aunque el método de descuento de flujo de fondos es el mas usado en el mundo, requiere mucho mas trabajo; implica armar un modelo, hacer estimativos de varios datos de entrada, construir las relaciones entre variables, etc. Ve la ventaja de descuento de flujo de fondos en que se pueden identificar las variables mas criticas y que afectan al

¹²³ Las respuestas originales se transcriben el en Anexo L.

¹²⁴ Diego Ocampo,, cita completa en Anexo L.

¹²⁵ Ignacio Vélez Pareja, cita completa en Anexo L.



valor. Esto permite analizar escenarios futuros y efectuar un análisis de sensibilidad a esas variables, herramientas útiles y necesarias en situaciones críticas. Sus valuaciones, en sus propias palabras, *"hago el símil del cirujano que tiene que hacer una cirugía delicada: no lo hará con un hacha, sino con el mejor bisturí"*

Opina que en empresas familiares no es extraño el uso del balance para valorar y negociar una firma, a priori supuso que habría un porcentaje mayor en las encuestas. También aclara que el Fondo de Comercio o Good Will, es como calcular el VAN, ya que si se calcula el valor que los intangibles añade a los tangibles (el Good Will) y tomar esa valoración como buena, es regalar los tangibles, o sea, tal cual el cálculo de VAN, restando la inversión requerida.

Ante el comentario del Autor, refiriéndose a la responsabilidad de los Profesionales de Ciencias Económicas en los errores de valuación opina que en parte si la tienen por parte de la formación que se recibe en la Universidad, ya que existe mucha confusión y proliferan métodos inapropiados para hacer valuaciones.

El Licenciado Alberto Marcel¹²⁶ considera que el mayor obstáculo a la utilización de métodos correctos es la ignorancia de los mismos.

Hace hincapié en la dificultad de valorar por comparables¹²⁷ en la Argentina, por falta de información confiable y la inflación que distorsiona los números y las relaciones entre los números, como así también en la determinación de una tasa de descuento apropiada: primero por no contar nuestro país con un mercado voluntario de deuda, no se posee el parámetro de tasa libre de riesgo, segundo porque para dicho cálculo es necesaria honestidad, razonabilidad (Debe estar dentro de parámetros razonables) y consistencia (su cálculo debe llevar rigor técnico).

En Europa y en Estados Unidos, los múltiplos son usados para valorar, por ejemplo, el SP500¹²⁸ que representa gran parte del mercado, pero aquí, si en Francia, por ejemplo, multiplico por doce, quizás en Argentina debo hacerlo por 3,5, por el riesgo país y la inflación. Pero, en sus palabras *"los múltiplos no traspasan fronteras"*.

Tampoco le extrañan los resultados al Contador Rodrigo Ribeiro¹²⁹, quien opina que aún existe un amplio desconocimiento de la materia de valuación de empresas a nivel profesional en general y en particular en los asesores de empresas familiares (generalmente, contadores individuales o estudios pequeños de contador). También comenta que, cuando las empresas familiares enfrentan un tema de venta, sucesión, división de acciones por divorcio, etc., recurren inicialmente a su contador de confianza. Este generalmente no maneja el flujo de fondos como método de valuación y recurre a otros métodos más simples y rápidos (valor de balance + un valor llave, o múltiplos que les pasó algún colega), estos métodos son más rápidos y le generan más confianza al

¹²⁶ Alberto Marcel, cita completa en Anexo L.

¹²⁷ Valuación por comparables se refiere al método de múltiplos. [Nota del Autor].

¹²⁸ El índice Standard & Poor's 500 (Standard & Poor's 500 Index) también conocido como S&P 500 es uno de los índices bursátiles más importantes de Estados Unidos. Al S&P 500 se le considera el índice más representativo de la situación real del mercado. Este índice bursátil se compone de las 500 empresas más grandes de Estados Unidos y se pondera de acuerdo a la capitalización de mercado de cada una de las empresas. Fuente: Wikipedia http://es.wikipedia.org/wiki/S%26P_500

¹²⁹ Rodrigo Ribeiro, cita completa en Anexo L.



contador, porque se basan en cifras de balance a los que se suma un valor llave o multiplican la cifra de balance (EBITDA) por una constante (múltiplo).

En su desempeño profesional, el método que utiliza es descuento de flujos de fondos.

Con respecto a las dificultades planteadas por el Licenciado Alberto Marcel para la aplicación del método de flujos de fondos descontados, Rodrigo Ribeiro considera que ambos temas tienen una solución en la aplicación del flujo de fondos (destaca que en Uruguay tienen los mismos dos problemas) y no cree que sean el principal factor para no aplicar el método.

La inflación la resuelve trabajando con flujos en moneda constante o en flujos en una moneda dura internacional. El tema de ausencia de tasa libre de riesgo, aunque localmente no existe, sí existe internacionalmente y comenta que cualquier inversor en Argentina u otra parte del mundo tiene como referencia de tasa libre de riesgo la de los bonos del tesoro americano. Los grandes inversores argentinos, uruguayos, brasileños (quienes compran empresas), saben que si no quieren riesgo, pueden poner el dinero en bonos de Estados Unidos. Por ello cree que ambos factores contribuyen a hacer más compleja la aplicación del flujo de fondos descontado, pero no la inhiben completamente porque hay soluciones.

Ejemplifica que en Uruguay trabaja con flujos de fondos proyectados en dólares americanos y los descuenta usando la tasa de CAPM¹³⁰, considerando como libre de riesgo la tasa de bonos de USA.

Cree que un factor que hace más compleja la aplicación de una valuación en Argentina es el riesgo político (cosa que no ocurre en Uruguay) y considera que dificultad de medir el riesgo político en Argentina hace que un analista dude como lo considera, si como una prima en la tasa de descuento o como un ajuste significativo en el flujo.

Por lo tanto opina que como factores que dificultan más la aplicación del descuento de flujos de fondos es la falta de formación profesional a nivel de asesores de empresas familiares y el riesgo político en Argentina. En las empresas multinacionales, la inflación y ausencia de referencia local de tasa libre de riesgo no impide a que apliquen el descuento de flujos de fondos, cosa que hacen mucho en Argentina.

Miguel Molfino¹³¹, especialista que en su vida profesional ha realizado más de 750 valuaciones en todos los países de América Latina, tanto de grandes empresas multinacionales como pymes, sean corporaciones públicas, privadas (incluyendo empresas familiares) o de activos o pasivos.

En su experiencia profesional la metodología que más ha aplicado es la de descuento de flujos de fondos siempre que el objetivo del trabajo determinase que era la metodología más adecuada, pero no está de acuerdo en que éste sea el único método conceptualmente correcto y para ello da los siguientes ejemplos:

- ↓ ¿Aplicarías esta metodología para valorar un establecimiento ganadero?
- ↓ ¿Un hotel cuyo inmueble sea propio?
- ↓ ¿Una empresa de real estate? En otros casos (Por ejemplo, valorar empresas en liquidación) no debería ser la metodología a utilizar.

¹³⁰ CAPM, modelo de valoración de activos financieros o Capital asset pricing model. Ver Anexo G.

¹³¹ Miguel A Molfino, cita completa en Anexo L.



Por otra parte, no le sorprenden los resultados de la encuesta, al igual que Rodrigo Ribeiro, cree que existe poca profesionalidad en muchos asesores de empresas pymes familiares al momento de valorar empresas o activos, y no consultan a especialistas. Estos asesores son los mismos que liquidan los impuestos o llevan la contabilidad o liquidan sueldos y tratan de realizar cualquier trabajo profesional que les requieran.

Dejando de lado los asesores y teniendo en cuenta a los empresarios, comenta que éstos son especialistas en sus negocios, tanto productivos como comerciales, pero eso no necesariamente los convierte en especialistas en comprar o vender empresas, y menos en temas de finanzas y/o valuación.

Con respecto a el inconveniente visto en la inflación y tasas de descuento, en forma similar a Rodrigo Ribeiro considera que ante la falta de tasas en pesos de largo plazo, tanto para definir el costo del capital propio como la tasa de deuda y su peso relativo en la WACC¹³², lo mejor es hacer la valuación en dólares, usando tasas de USA.

Para ello, los flujos de fondos pueden proyectarse en pesos, considerando inflación, crecimiento, etc. y luego convertidos a dólares usando futuros de esa moneda o proyecciones de tipo de cambio.

¹³² WACC (Weighted Average Cost of Capital). Op. Explicado en Anexo G.



Capítulo VIII: Conclusiones

Del análisis exhaustivo de la bibliografía consultada, las entrevistas a expertos del ámbito profesional, académico, de la consultoría y empresarial, como así también las encuestas realizadas tanto a empresarios que participaron de valuaciones de emprendimientos como aquellos que sin haber vendido o comprado una empresa han expresado su opinión sobre la temática abordada, se logró recabar un importante volumen de información sobre el tema. Como resultado del estudio anterior, se detallarán una serie de conclusiones que brindaran un panorama de la situación de la problemática en estudio, intentado dar respuesta a las preguntas y objetivos planteados en el inicio del presente trabajo y se muestran a continuación:

Sobre las preguntas

¿Son realmente los métodos basados en flujos de fondos los adecuados para valorar una empresa familiar?

Es importante resaltar que cuando se habla de método *adecuado* o, citando a Pablo Fernández¹³³, *conceptualmente correcto*, cualquier método parte de la premisa de que el estudio de valuación mismo está realizado por seres humanos, por lo tanto, poseen un grado de subjetividad y de disponibilidad de información por parte del analista que puede hacer inclusive que diferentes analistas arriben a distintas conclusiones sobre una misma valuación.

De la bibliografía se extrae que la academia considera los métodos basados en el descuento de flujos de fondos los adecuados para valorar empresas ya que parte de la premisa que la empresa es un ente generador de flujos de fondos, y estos, descontados a una tasa apropiada, puede dar un valor *conceptualmente correcto* del emprendimiento en cuestión.

Asimismo, el valor de las acciones de una compañía está dado, suponiendo que continúe operando en el mercado, en las expectativas de los tenedores actuales y futuros de estas acciones, y dichas expectativas provienen de la capacidad de la empresa de generar flujos futuros.

Por otra parte, la experiencia de los consultores y expertos consultados, aporta una visión más amplia al problema, si bien coinciden en que el descuento de flujos de fondos es el mejor método para valorar ya que en este se muestra en forma más clara la generación de valor, se identifican las variables más críticas que afectan al valor, es más sencillo el armado de escenarios y el análisis de sensibilidad de cada uno de ellos, también hacen hincapié, los consultores, en que la realidad es mucho más compleja que el simple cálculo frío de un número; existen muchos aspectos, como se ejemplificarán más adelante en estas conclusiones, que influyen en la valuación final.

¹³³ Fernández Pablo – Métodos de Valoración de Empresas. Op. Cit.



Asimismo, en países con mercados desarrollados e información y procedimientos mas uniformes, los métodos de múltiplos, también conocidos como valuación por comparables, son utilizados con éxito, en ocasiones como método principal o para tener un número rápido de la valuación para luego desarrollarla con métodos mas sofisticados.

Por último, existen situaciones en las cuales no es aconsejable utilizar el método de descuento de flujos de fondos, por ejemplo¹³⁴:

- ✚ Empresas en liquidación, aquí, dependiendo de si la liquidación es ordenada o forzada, se deberán valorar sus activos a un precio razonable de mercado o a valor de remate respectivamente. En ambos casos estamos hablando de un método basado en el balance como el valor de liquidación.
- ✚ Establecimientos ganaderos, donde también se deberá valorar por el valor de sus activos, tanto los animales como el campo donde se asienta si este es propio de la compañía, ya que estos forman parte sustancial de la empresa.
- ✚ Un hotel con inmueble propio, a ser el inmueble donde se asienta un hotel, posiblemente de un valor inmobiliario importante, este debe tomarse en cuenta para la valuación, en este caso, dicho valor se convierte en un costo de oportunidad respecto de la generación de fondos que pudiera generar la actividad.

Por ello, se puede concluir, a priori, que los métodos basados en el descuento de flujo de fondos son los adecuados o conceptualmente correctos para valorar un emprendimiento en la mayoría de las situaciones, pero no en forma terminante, existen ocasiones donde estos métodos no podrán ser certeros o no serán de aplicación, siendo otros los métodos adecuados.

¿Qué es lo que hace a los demás métodos inadecuados para una valuación?

Para responder la pregunta de que hacen a los demás métodos inadecuados, se analizarán las limitaciones que estos métodos poseen:

- ✚ En el caso de los métodos basados en el balance, poseen la limitación de ver una versión estática de la empresa, la situación que cuenta es del desempeño pasado, no tiene en cuenta su evolución futura y deja afuera aspectos importantes como los recursos humanos, entorno, competencia, etc. que no se ven reflejados en el balance. Además, en los casos es los que no se ajusta por valores de mercado, la información procede de las valuaciones contables, las cuales poseen sus reglas y procedimientos propios de la contabilidad, sujetos a mucha subjetividad y no cuentan sobre las expectativas de la empresa.
- ✚ Métodos basados en la cuenta de resultados: conocidos también como método de múltiplos o valuación por comparables, tienen el inconveniente que para su aplicación, deben existir mercados desarrollados, transparentes y eficientes;

¹³⁴ Estos ejemplos, fueron tomados de la entrevista con Miguel Molino (Op. Cit.) y analizados por el Autor.



buen acceso, transparencia y consistencia de la información de los sectores de la industria y baja inflación, ya que todos estos problemas distorsionan los números y las relaciones entre los números. Por otra parte, existen situaciones donde por mas que las consideraciones anteriores se encuentren presentes, estos métodos crean otro tipo de distorsiones, por ejemplo:

- Si se valúa por múltiplo de ventas, dos empresas de la misma industria y con la misma facturación, una con deuda y otra sin ella, serian valuadas con un resultado similar sin tener en cuenta el pasivo existente en una de ellas, lo mismo pasaría si, por una estructura de costos, una de las empresas podría ser mas rentable que la otra.
- Si, por el contrario, se utiliza otro múltiplo como, por ejemplo, cantidad de abonados, ¿Cuál es la tasa de rotación de estos abonados?, ¿Cuál es el tiempo necesario para que el abonado sea rentable?, nuevamente, se pueden crear distorsiones importantes.
- ↓ Los métodos mixtos, basados en fondo de comercio o good will, poseen el inconveniente de ser muy subjetivos y también arbitrarios, sobre todo al calcular el plus de valor intangible que le es adicionado al valor de sus activos.
- ↓ Por ultimo, la valuación de opciones reales, además de ser un método a ser utilizado en casos particulares donde existe una opción, son técnicamente muy complejos de calcular ya que las opciones reales no suelen ser replicables como las opciones financieras, existiendo tres problemas al utilizar este método:
 1. Definir los parámetros necesarios para la valuación.
 2. Definir y cuantificar la volatilidad de las fuentes de incertidumbre.
 3. Calibrar la exclusividad de la opción.
 4. No son siempre comprendidos por quien toma las decisiones, justamente por su complejidad matemática para su determinación.
 - 5.

¿Por qué son utilizados otros métodos en las valuaciones?

Se encontraron distintos motivos a la hora de conocer porque son utilizados otros métodos de valuación y en ocasiones ningún de ellos para determinar el valor de una empresa.

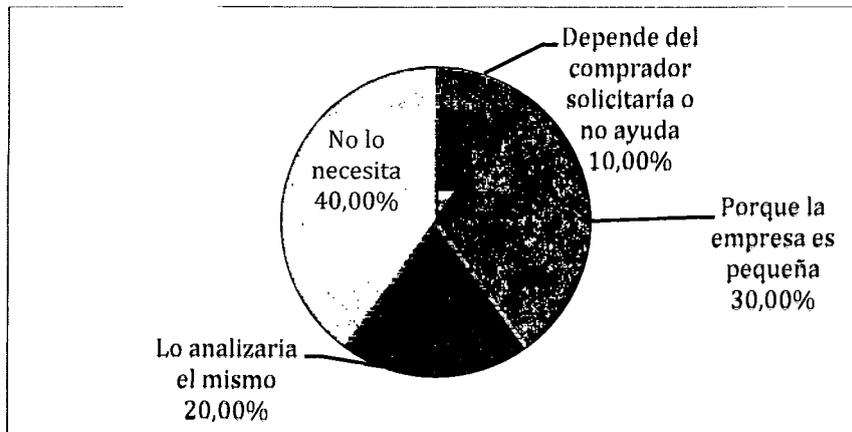
Tanto en las respuestas encontradas en las encuestas como en la opinión de los expertos, se encontró un gran desconocimiento a la hora de valorar empresas, tanto de parte de los empresarios como de los profesionales que asesoran a dichos empresarios: De los empresarios que no valoraron empresas, el 72% solicitaría ayuda profesional y el 2% justifica tanto que si como que no. El 3% no contesta la pregunta, mientras que el 23% declara que no solicitaría ayuda profesional.

En el caso de los empresarios que han vendido o comprado un emprendimiento, el 53% solicitó ayuda profesional mientras que el 47% no la solicitó a la hora de valorar su negocio.

Los motivos por los cuales no eligieron en cada caso, hayan valuado o no empresas se encuentran expuestos en los siguientes gráficos:

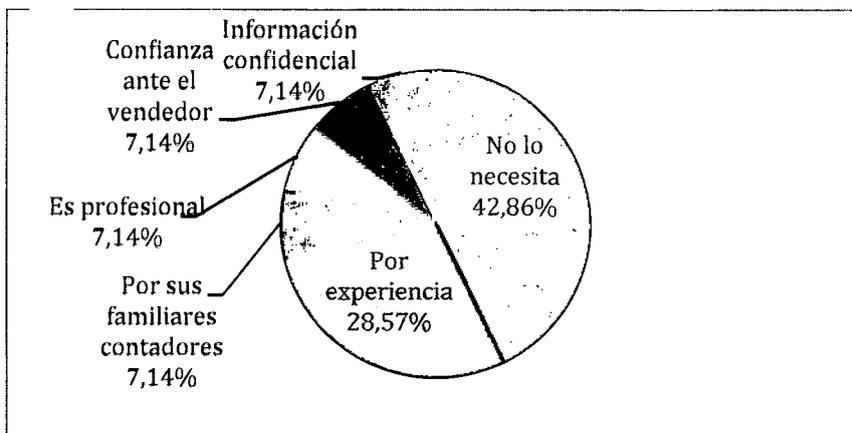


Gráfico XLII: Encuestados que no valoraron y no solicitaron ayuda profesional: motivos¹³⁵



Se pueden observar que el tamaño de la empresa sería en el futuro un condicionante a la hora de buscar ayuda como también, en los casos de los que declararon simplemente no necesitarlo, no creen que haga falta o no lo consideran necesario, lo que lleva a pensar, entre otras cosas, que minimizan el proceso de valuación, creen que poseen la capacidad de hacerlo, o no justifican el costo de contratar un profesional para su elaboración.

Gráfico XLIII: Encuestados que valoraron y no solicitaron ayuda profesional: motivos¹³⁶



Este caso es mas complejo y mas rico, no solo porque se trata de empresarios que han participado de una valuación, sino también porque las respuestas han sido mas variadas¹³⁷.

Descontando los empresarios profesionales e idóneos en el tema y un caso que declaro que tenia confianza hacia su hermano (quien le vendió la empresa), las respuestas van desde que han inventado su negocio, conocen la rentabilidad de su empresa, es

¹³⁵ Fuente: elaboración propia a partir de las encuestas realizadas.

¹³⁶ Fuente: elaboración propia a partir de las encuestas realizadas.

¹³⁷ Mención aparte el encuestado que contestó que no solicitaría ayuda profesional porque tiene contadores en la familia. [Nota del Autor]



información confidencial¹³⁸, hasta varios casos que lo consideran innecesario, que sumados a los vistos en el ejemplo anterior, recuerdan una frase del Licenciado Jorge A. Stern¹³⁹ quien comentaba que uno de los problemas que existen en las empresas y muy marcado en Argentina es el tema de los egos y como estos influyen en las decisiones, temas emocionales que serán tratados en las siguientes respuestas.

Por otra parte, de los que si solicitaron ayuda y si valuaron, el 69% de los profesionales consultó por lo menos a un profesional de ciencias económicas, lo que lleva a concluir, no solo el desconocimiento y los egos como causantes del uso de métodos incorrectos o inadecuados de valuación, sino también, la falta de conocimientos y capacidades (al no haber cursado una especialización) de algunos profesionales de ciencias económicas al asesorar incorrectamente a sus clientes¹⁴⁰.

¿Qué limitaciones se encuentran en las empresas familiares a la hora de utilizar métodos técnicos mas sofisticados?

Además de las limitaciones en el asesoramiento profesional anteriormente mencionadas y de los aspectos emocionales, existen condicionantes importantes a la hora de analizar una valuación por descuento de flujos de fondos: este requiere armar un modelo, evaluar el horizonte de planeamiento, calcular los flujos, el residual, estimar la tasa de descuento, ítems este que conllevan cálculos que no son muchas veces de fácil alcance para las pymes y empresas familiares.

La ausencia de un mercado bursátil desarrollado en la Argentina, la falta de información confiable, sumado al riesgo político existente y la inflación que dificultan tanto el calculo de la tasa de descuento como los flujos mismos son también limitantes a la hora de valorar la empresa.

En las consultas a expertos y consultores, hablaron de transformar los flujos de fondos a una moneda dura como el dólar estadounidense para evitar el ajustarlos por inflación, pero por mas que pueda reducir esta transformación los riesgos no los reduce del todo, ya que la cotización de la moneda dura que se tome esta sujeta a una incertidumbre similar a la tasa de inflación y la relación entre el valor de las diferentes monedas puede afectar las ventas y la rentabilidad y, por ende los flujos mismos.

Para el calculo de la tasa, aconsejaban calcular el WACC¹⁴¹ con la tasa libre de riesgo estadounidense si los flujos eran valuados en dólares y aplicar la tasa de riesgo país, pero si bien este cálculo es válido para el inversor extranjero, puede no serlo tanto para el inversor local que ya opera en un ambiente donde el riesgo país ya esta descontado.

¹³⁸ evidenciando un posible caso de los problemas que existen en la Argentina, la falta de transparencia en la información y la economía informal. [Nota del Autor]

¹³⁹ Entrevista con el Licenciado Jorge Armando Stern. Op. Cit.

¹⁴⁰ El Contador Rodrigo Ribeiro (Op. Cit.) comenta que existe poca profesionalidad en muchos asesores pyme asesores que son los mismo que liquidan sus impuestos, sueldos o llevan su contabilidad y tratan de efectuar cualquier trabajo profesional que se les requiere.

¹⁴¹ WACC (Weighted Average Cost of Capital). Op. Explicado en Anexo G.



¿Se integra a la empresa a la hora de valorarla o son procesos llevados solo por la dirección?

Por lo antedicho, sobre todo a la hora de evaluar la ayuda profesional, se puede concluir, en los ejemplos recogidos de las encuestas que en su mayoría el proceso decisorio de la valuación es llevado por el dueño o directivo de la compañía acompañado por algún o algunos asesores, comportamiento que es consistente con el observado en la bibliografía sobre empresas familiares donde la centralización de las decisiones, el paternalismo y las relaciones basadas en la vinculación afectiva de los miembros familiares dificulta la introducción de ideas y la participación de individuos fuera de ese círculo familiar.

¿Se incorpora la noción de riesgo en la valuación?

De las encuestas, con un 2,47% de participación del método de flujos de fondos descontados, método que tiene incorporado al riesgo en su análisis y, frente a las dificultades de valorar por comparables en nuestro país se puede concluir sobre la base de los resultados obtenidos que el riesgo no es mayormente tomado en cuenta como un factor importante a la hora de analizar la valuación.

¿Qué influencias tienen los aspectos emocionales en las decisiones de valuación?

Con respecto a los aspectos emocionales, además de comentado anteriormente acerca de los egos y también de las relaciones de vinculación afectiva presentes en las empresas familiares, estos aspectos tienen una gran incidencia no solo en las decisiones de valuación, sino en la empresa misma, pudiendo al deteriorarse una relación, afectar a todo el ámbito de la compañía.

De dos de las encuestas que fueron efectuadas en forma presencial se pueden extraer experiencias que muestran la importancia y la influencia de factores emocionales en la valuación, en la primera, en una venta de participación accionaria entre hermanos, el vendedor aceptó el precio dado por el comprador solo para poder lograr la separación, sin hacer ningún estudio ni análisis de valuación.

En la segunda, un socio, también con intenciones de escindir la sociedad, le dio a elegir a su socio la mitad de los locales comerciales que poseían y luego dividieron las existencias al 50% para cada uno. Ante la pregunta de porque había hecho eso, sabiendo que su socio se iba a quedar (como finalmente sucedió) con los locales mas rentables, el encuestado contesto que era la única forma que su socio aceptaría la escisión, cediendo mas que el.

Ambas compañías eran empresas medianas.

Sobre los objetivos

Se planteó al comienzo del trabajo un objetivo general en donde se proponía, en primer lugar, conocer cuál o cuáles de los métodos se aproximan a una valuación que pueda ser



generalizada en la mayoría de los casos y, en segundo lugar, que motivos y condicionantes llevan a los tomadores de decisión a elegir métodos inadecuados.

El segundo punto ya ha sido en gran parte contestado con el resultado de las encuestas y las consultas a expertos, resumiéndose los motivos en desconocimiento, mal asesoramiento profesional, la creencia de la no necesidad de asesoramiento y dificultades técnicas, mientras que entre los condicionantes surgen puntos como las emociones, los condicionamientos políticos, económicos y ausencia de mercados e información transparente.

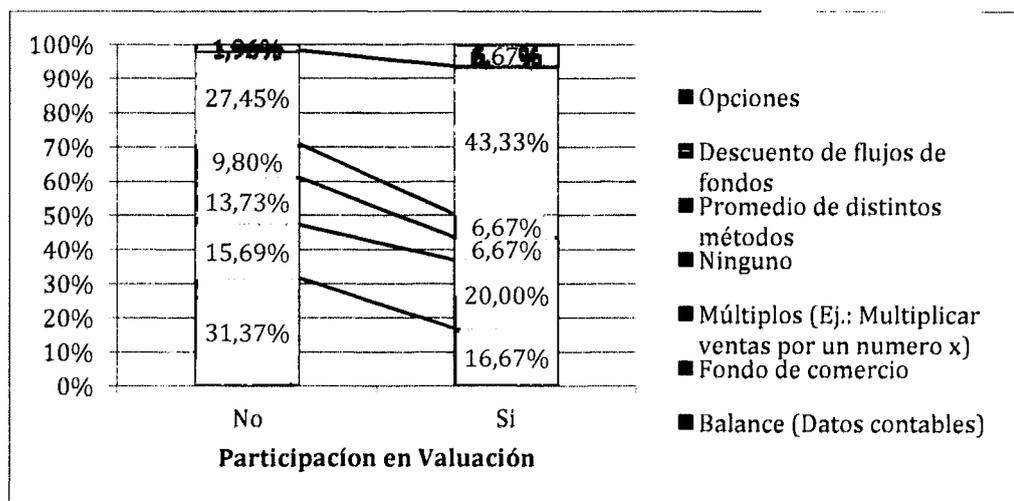
Para contestar en primer punto, el método de flujos de fondos descontados es el que mas se aproxima a una generalización a la hora de valuar distintos emprendimientos, ya que, como se demostró ya en el presente trabajo, conjuga los conceptos de riesgo, evaluación exhaustiva de las variables que influyen en la rentabilidad del emprendimiento, analiza distintos escenarios y sobre todos considera a la empresa como un ente generador de fondos en el futuro, englobando así las expectativas, entre otros.

A pesar de ello, vale aclarar que no puede ser considerado en forma terminante como el único métodos adecuado o conceptualmente correcto, muchas veces distintos métodos serán complementarios¹⁴² o existen situaciones en las que otros métodos serán los adecuados ante una valuación.

Sobre los resultados

Del estudio exploratorio, pudieron extraerse, como se mostro en los puntos anteriores, valiosa información acerca de los motivos en la elecciones de valuación. Con respecto a su principal objetivo; determinar los métodos utilizados para valuar empresas familiares y su participación, dicho resultado puede mostrarse en el siguiente grafico:

Gráfico XLIV: Encuestas: Métodos elegidos dependiendo de si participaron o no en valuaciones¹⁴³



¹⁴² Como ejemplo, anteriormente se refirieron casos donde se utilizan múltiplos para una primera valuación para luego ajustarla con descuento de flujos de fondos. Nota del Autor.

¹⁴³ Fuente: elaboración propia a partir de las encuestas realizadas.



Del mismo puede extraerse que, tal cual muestran los resultados, los métodos basados en el descuento de flujos de fondos no son los mas utilizados por los empresarios, tanto en las valuaciones ya realizadas como en las futuras, teniendo estos métodos, una participación del 6,67% en el caso de las valuaciones realizadas, ninguna participación entre los considerados para el futuro y un 2,47% como resultado de participación del total de encuestas.

Debido a la baja participación, no han podido ser analizados si factores como la edad, el sexo o la educación de los participantes haya influido en la elección del método, como tampoco el tipo societario, el tamaño de la empresa, la actividad, antigüedad, o el factor generacional.

Esta baja participación de los métodos de descuento de flujos de fondos no sorprendieron a los expertos consultados, considerando que, a priori, hubiesen esperado una mayor participación de los métodos basados en el balance debido principalmente, como ya se referenció, a la participación de asesores en las valuaciones.

Sobre la hipótesis planteada

Concluyendo todos los puntos vistos y teniendo en cuenta la hipótesis planteada al inicio de la presente tesis: *"Los métodos mas certeros para valorar una empresa familiar son los basados en el descuento de los flujos de fondos futuros que genere dicho emprendimiento, a pesar de ello, no son los mas utilizados en las valuaciones de este tipo de empresas"*, se puede concluir que la misma se cumple en forma parcial, ya que aunque realmente los métodos basados en el descuento de los flujos de fondos futuros no son los mas utilizados en las valuaciones de empresas familiares, tampoco son los mas certeros en todas las ocasiones, existen situaciones en las que dichos métodos no serán los indicados.



Capítulo IX: Consideraciones Finales y Recomendaciones

Algunas consideraciones

Para los objetivos del presente trabajo, tal cual se aclaró al principio del mismo, valorar la empresa se refiere al número que representa su valor para un tomador de decisión, quedando afuera de esta consideración la posterior negociación y cierre del precio de venta de la compañía.

A pesar de ello, en el transcurso de la investigación, se pusieron de manifiesto tópicos que si bien exceden el alcance de la tesis, creo que deberían tener un llamado de atención.

Me refiero a las acciones anteriores y posteriores a la valuación en si:

Por acciones anteriores, la necesidad de preparar la empresa para la venta, saber quien es nuestro comprador, hacer valer mas la empresa y dar a conocer ese valor en el sentido del marketing, toda la investigación de mercado, recursos humanos involucrados y la inversión realizada para la creación de un producto o servicio son recursos desperdiciados si no podemos asignarle el valor correcto: con las empresas pasa lo mismo.

Uno de los entrevistados, hacia hincapié en que la empresa debía estar preparada para venderse en cualquier momento, ya que no solo podía suponer oportunidades de venta, sino que sería una empresa mucho mas dinámica y preparada para los cambios. En este caso, la importancia de la valuación estará en poder evidenciar el mayor valor posible para la compañía, esto esta en línea con el objetivo estratégico de la función financiera, maximizando el valor de la organización para sus dueños¹⁴⁴.

Por acciones posteriores, me refiero a lo que pasa posteriormente a la valuación, comienza la etapa de negociación y en estos campos es donde surge la importancia de la correcta valuación para el comprador y para el vendedor:

- ↓ El primero sabrá cuanto es lo máximo que pagará por la empresa, necesariamente deberá pagar un menor valor de lo que vale para ellos, ya que sino se queda en el lugar donde esta.
- ↓ El segundo, si conoce cuanto vale la compañía para ese comprador, querrá exigirle un Premium para desprenderse de su empresa y obtener una parte de ese diferencial de valor.

Ambas premisas, nuevamente, parten de una correcta valuación.

¹⁴⁴ Clases Profesor Dr. Juan Carlos Alonso.



Recomendaciones

Como se pudo evidenciar, existen dificultades tanto macroeconómicas como inherentes a los tomadores de decisión a la hora de proceder a una valuación.

No hay mucho que se pueda hacer desde nuestro lugar con las variables macro de la economía, como la inflación o la ausencia de una tasa libre de riesgo extraída de un mercado de deuda voluntario; como tampoco podemos influir en el tamaño de nuestro mercado bursátil.

Pero si se pueden llegar a mitigar sus efectos en las valuaciones y es por medio del ordenamiento y la transparencia de la información:

- ↓ Desde el ámbito de la Universidad, contribuir a la correcta aplicación de un índice de inflación confiable a los flujos de fondos y el cálculo de las tasas de descuento.
- ↓ Asimismo, si bien no existe hoy en día un mercado de deuda voluntario, existen tasas, como por ejemplo la BADLAR¹⁴⁵, que si bien no suplen en su totalidad la tasa libre de riesgo, con ajustes bien fundamentados podría acotar una base.
- ↓ El cálculo de betas para determinar el riesgo sistemático de diferentes ramas de la industria, si bien es realizado en nuestro país por privados, también podría efectuar la Universidad en conjunto con Bolsas de Comercio acciones para facilitar su conocimiento. El publicarlas y acercar a los empresarios pyme a estos tópicos, podrían de a poco agrandar el mercado bursátil y con este, generar ratios mas confiables.

En cuanto a los tomadores de decisión, se hacen necesarias varias recomendaciones que podrían ser implementadas.

- ↓ En principio, creo se debería hacer hincapié en el programa de materias comunes a las ciencias económicas como Administración Financiera, una especial mención y estudio a la problemática de la valuación de empresas, como bien ha comentado el Ingeniero Ignacio Vélez Pareja¹⁴⁶: *"estoy de acuerdo que parte del problema está en la formación que se recibe en la universidad. Hay mucha confusión y proliferan métodos inapropiados para analizar inversiones"*. Nuevamente, profesionalizar las asesorías es sumamente importante.
- ↓ Resaltar en la importancia de cumplir con todos los pasos y el due diligence a la hora de proceder a valorar.
- ↓ A mediano plazo, la creación, dentro de la Universidad o con el auspicio de la misma, conjuntamente con instituciones como la Bolsa de Comercio o empresas, de institutos como los TIP (Technical Information Paper)¹⁴⁷ del IVSC, organismo

¹⁴⁵ BADLAR (Buenos Aires Deposits of Large Amount Rate), Tasa de interés pagada por depósitos a plazo fijo de 30 a 35 días de más de un millón de pesos, por el promedio de entidades financieras privadas. La misma es calculada por el BCRA sobre la base de una muestra de tasas de interés de entidades de Capital Federal y Gran Buenos Aires.

Fuente: www.puentenet.com

¹⁴⁶ Ingeniero Ignacio Vélez Pareja. Op. Cit.

¹⁴⁷ TIP (Technical Information Paper) del IVSC, International Valuation Standards Councils. Op. Cit.



global que publica normas y estándares para las mejores practicas en una valuación, sobre todo en la razonabilidad de los valores estimados y la ética al efectuar la valuación o también el IPEV Board que emite las IPEV Valuation Guidelines¹⁴⁸ organización que, según su misión, provee guía de alta calidad, uniforme, aceptada globalmente y de mejores practicas para las valuaciones y han llegado a un entendimiento con el IVSC para estandarizar practicas.

- ↓ Dar a conocer la Universidad como espacio donde se puede encontrar asesoramiento para concluir exitosamente sus valuaciones, sobre todo las pymes y mostrar la importancia del proceso.

Es el fin de estas recomendaciones es contribuir a un espacio de análisis y debate sobre el tema tratado en el presente trabajo. Se debe comentar que frente a los resultados obtenidos y las consultas realizadas, queda mucho por mejorar en la materia y volviendo al principio, efectúo la misma pregunta e invito a la reflexión:

¿Cuántas empresas no lograron sobrevivir periodos sucesorios, perdieron negocios y oportunidades, malvendieron o mal compraron por no haber efectuado el proceso y utilizado el método de valuación de manera correcta?

Matias R. Carames Stornini, Buenos Aires, junio de 2014.

¹⁴⁸ IPEV Valuation Guidelines, International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines Op. Cit.



Bibliografía

Libros y Papers

- ❖ Brealey Richard A./Myers Stewart C. , Principios de Finanzas Corporativas - McGraw-Hill - Tercera edición en Español 1998
- ❖
- ❖ Fernández Pablo, 121 errores en valoraciones de empresas - IESE Business School, Universidad de Navarra - 2013. Descargable de <http://ssrn.com/abstract=962921>
- ❖ Fernández Pablo - Métodos de Valuación de Empresas, paper del 21 de enero de 2013, descargable de http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1267987
- ❖ Fernández Pablo, Valuación de Empresas - Ediciones Deusto/Gestión 2000 - tercera edición - 2004.
- ❖ Fernández Pablo, Valuación de empresas por descuento de flujos: 10 métodos y 7 teorías, - IESE Business School, Universidad de Navarra - 2013. Descargable de http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1266623
- ❖ Fernández, Pablo - Valuación de Opciones Reales: dificultades, problemas y errores - IESE Business School, Universidad de Navarra - 2013. Descargable de <http://ssn.com/abstract=1159045>
- ❖ Grecco O. - Diccionario de Economía - Valleta Ediciones, 1999.
- ❖ Hernández Ramírez, Manrique - Finanzas Conductuales: un enfoque para Latinoamérica - TEC Empresarial Vol.3, Ed.3, 2009
- ❖ Hull, John C. - Introducción a los mercados de Futuros y Opciones - Prentice Hall/Pearson Education - 1995.
- ❖ Kahneman, D., Slovic, P. & Tversky, A. - Judgment under uncertainty: Heuristics and biases. New York: Cambridge University Press (1982).
- ❖ Kulfas, Matías - El impacto del proceso de fusiones y adquisiciones en la Argentina sobre el mapa de grandes empresas. Factores determinantes y transformaciones en el universo de las grandes empresas de capital local - Oficina de la CEPAL en Buenos Aires / Santiago de Chile, mayo de 2001. <http://www.eclac.org/publicaciones/xml/0/7230/lcl1530e.pdf>
- ❖ López Dumrauf, Guillermo - Valuación por comparables ("múltiplos") - UCEMA - agosto de 2004. http://www.ucema.edu.ar/u/gl24/Slides/Valuacion_por_comparables.pdf



- ❖ Mascareñas Juan, El coste del capital - Universidad Complutense de Madrid - Última versión: febrero 2008
- ❖ Mascareñas, Juan - Opciones reales en la valoración de proyectos de inversión - Universidad Complutense de Madrid - 2007. Descargable de <http://www.gacetafinanciera.com/opciones%20reales.pdf>
- ❖ Mayoral, Luisa - Metodología del Trabajo de Tesis con especial aplicación a maestrías en ciencias de la administración y disciplinas afines - CEAE - 2011.
- ❖ Pavesi, Pedro J. - La Decisión - Ediciones Cooperativas (2000)
- ❖ Porter Michael, Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors - The Free Press, New York (1980)
- ❖ Revista Antiguos Alumnos Número 16 - IAE Business School, Universidad Austral, Buenos Aires, Argentina - Agosto de 2009.
- ❖ Ribeiro Rodrigo, CFA - Valuación de Empresas, Fundamentos y Práctica en Mercados Emergentes - Tercera Edición - KPMG Uruguay (2013)
- ❖ Simon, Herbert (1957). "A Behavioral Model of Rational Choice" - Wiley (1957)
- ❖ Suárez Suárez, Andrés S. - Decisiones Óptimas de Inversión y Financiación en la Empresa - Editorial Pirámide - Decimoctava Edición, reimpresión 1998.
- ❖ Tapia, Gustavo (Coordinador); Aire, Carlos; De Jesús, Mauro; Perossa Mario y Rouby, Hernán - Valuación de Empresas - Omicron Editorial - Primera Edición 2012.
- ❖ Temas de Management - Revista académica sobre temas de management, editada por el Centro de Investigaciones en Management, Entrepreneurship e Inversiones y el Centro de Estudios de Organizaciones y Productividad de la Universidad del CEMA - Volumen VI, noviembre de 2008. Descargable de <http://www.ucema.edu.ar/cime-base/download/temas/TemasNov08.pdf>



Páginas Web

- ❖ Consenso de Washington,
http://es.wikipedia.org/wiki/Consenso_de_Washington
- ❖ Beta (Definición) [http://en.wikipedia.org/wiki/Beta_\(finance\)](http://en.wikipedia.org/wiki/Beta_(finance))
- ❖ BADLAR (Definición)
https://www.puentenet.com/cotizaciones/tasasCotizaciones!getHistoricoTasa.acion?id=TASA_BDLPEPRV
- ❖ Globalización (Definición) <http://es.wikipedia.org/wiki/Globalización>
- ❖ Inverse exchange-traded fund (Definición)
http://en.wikipedia.org/wiki/Inverse_exchange-traded_fund
- ❖ Venta Corta (Definición) http://es.wikipedia.org/wiki/Venta_corta
- ❖ Diario "La Nación", nota publicada el día 18 de marzo de 2013.
<http://www.lanacion.com.ar/1564455-25-medidas-que-sostienen-el-cepo-al-dolar>
- ❖ Diario La Nación 18 de abril de 2013. <http://www.lanacion.com.ar/1573801-las-reservas-perforan-los-us-40000-millones-y-se-dispara-el-dolar-paralelo>
- ❖ Due Diligence (Definición): http://es.wikipedia.org/wiki/Due_diligence
- ❖ Economic Capital: http://en.wikipedia.org/wiki/Economic_capital
- ❖ Ernesto Niethardt - Particularidades de las empresas familiares – Espacio Pyme – Banco Comafi – Junio de 2013. Descargable de
<http://www.comafi.com.ar/espaciopyme/192-Particularidades-de-las-Empresas-Familiares.Espacio-Pyme-Nota.note.aspx>
- ❖ Ernesto G. Niethardt, Newsletter de [tuempresafamiliar.com](http://www.tuempresafamiliar.com), Agosto de 2009.
http://newsmaker4.com.ar/clientes/empresafamiliar/empresafamiliar/web/ver_notas.php?id_noticia=137703&id_edicion=9306&news=123&cli=97&accion=amp
- ❖ INDEC, Instituto Nacional de Estadísticas y Censos
<http://www.indec.com.ar/indec.gov.ar.htm>
- ❖ IPEV Valuation Guidelines (International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines), emitidas por el IPEV Board.
<http://www.privateequityvaluation.com>



- ❖ IVSC, International Valuation Standards Councils, TIP (Technical Information Paper). <http://www.ivsc.org>
- ❖ Ley Argentina de Sociedades número 19.550 - Editorial Errepar - 2012.
- ❖ Ley de Convertibilidad número 23.928 -
<http://www.infoleg.gov.ar/infolegInternet/verNorma.do?id=328>
- ❖ Ley de Reforma del Estado número 23.696 -
<http://infoleg.mecon.gov.ar/infolegInternet/anexos/0-4999/98/texact.htm>
- ❖ Private Equity (Definición) http://en.wikipedia.org/wiki/Private_equity
- ❖ ProsperAr, la Agencia Nacional de Desarrollo de Inversiones, y el Centro Vale de Inversión Internacional Sustentable de la Universidad de Columbia (VCC), un emprendimiento conjunto entre Columbia Law School y The Earth Institute de la Universidad de Columbia en Nueva York. 13 de agosto de 2009.
http://www.vcc.columbia.edu/files/vale/documents/Argentine_2009_Spanish.pdf
- ❖ SP500 (Definición) http://es.wikipedia.org/wiki/S%26P_500
- ❖ Spread (Definición): <http://es.wikipedia.org/wiki/Spread>
- ❖ Teorema de Bayes (Definición):
http://es.wikipedia.org/wiki/Teorema_de_Bayes



Anexos

Anexo A: Tipos Societarios

Según la Ley Argentina de Sociedades número 19.550¹⁴⁹, los tipos societarios que pueden constituirse en la Republica Argentina son:

- Sociedad Colectiva: Caracterización: Los socios contraen responsabilidad subsidiaria, ilimitada y solidaria, por las obligaciones sociales. El pacto en contrario no es oponible a terceros. [Art. 125]
- Sociedad en Comandita Simple: Caracterización: El o los socios comanditados responden por las obligaciones sociales como los socios de la sociedad colectiva, y el o los socios comanditarios solo con el capital que se obliguen a aportar. [Art. 134]
- Sociedad de Capital e Industria: Caracterización, responsabilidad de los socios: El o los socios capitalistas responden de los resultados de las obligaciones sociales como los socios de la sociedad colectiva; quienes aportan exclusivamente su industria responden hasta la concurrencia de las ganancias no percibidas. [Art. 141]
- Sociedad en Comandita por Acciones: Caracterización. Capital comanditario: representación: El o los socios comanditarios responden por las obligaciones sociales como los socios de la sociedad colectiva; el o los socios comanditarios limitan su responsabilidad al capital que suscriben. sólo los aportes de los comanditarios se representan por acciones. Están sujetas a las normas de la sociedad anónima salvo disposición contraria. [Art. 315 y 316]
- Sociedad de Responsabilidad Limitada: Caracterización: El capital se divide en cuotas; los socios limitan su responsabilidad de la integración de las que suscriban y/o adquieran, asimismo, los socios garantizan solidaria e ilimitadamente a los terceros la integración de los aportes. Como máximo puede tener cincuenta socios. [Art. 146 y 150]
- Sociedad Anónima: Caracterización: El capital se representa por acciones y los socios limitan su responsabilidad a la integración de las acciones suscriptas. La sociedad se constituye por instrumento público y por acto único o por suscripción pública. [Art. 163 y 165]

De estos tipos societarios previstos por las ley, son las dos últimas las mas utilizadas, a las que habría que sumar las Empresas Unipersonales y las Sociedades Irregulares, conocidas mayormente como Sociedades de Hecho, cuya caracterización es que sus socios contraen responsabilidad subsidiaria, ilimitada y solidaria por las obligaciones sociales, como en la Sociedad Colectiva, con la diferencia (y de ahí el nombre de Sociedad Irregular) que no se ajusta a los tipos previstos por la ley, aunque de ninguna manera son ilegales.

¹⁴⁹ Ley Argentina de Sociedades número 19.550 – Editorial Errepar



Anexo B: Ranking Multinacionales Argentinas

Ranking preparado por tuempresafamiliar.com¹⁵⁰ a partir del Primer ranking de multinacionales Argentinas, informe realizado por ProsperAr, la Agencia Nacional de Desarrollo de Inversiones, y el Centro Vale de Inversión Internacional Sustentable de la Universidad de Columbia (VCC), un emprendimiento conjunto entre Columbia Law School y The Earth Institute de la Universidad de Columbia en Nueva York en agosto de 2009¹⁵¹, muestra el siguiente ranking de las multinacionales argentinas:

1. Grupo Techint (controlado por la familia Rocca)
2. Arcor S.A. (controlada por la familia Pagani)
3. IMPSA (controlada por la familia Pescarmona)
4. Grupo Bagó (controlado por la familia Bagó)
5. Molinos Río de la Plata S.A. (controlado por la familia Pérez Companc)
6. Grupo Los Grobo (controlado por la familia Grobocopatel)
7. Cresud S.A. (controlada por la familia Elsztain)
8. Roemmers S.A. (controlada por la familia Roemmers)
9. TECNA (no familiar)
10. Iecsa S.A. (controlada por la familia Calcaterra)
11. S.A. San Miguel (controlada por Luis Otero Monsegur y la familia Miguens)
12. BGH (controlada por herederos de la familia Garfunkel)
13. CLISA (controlada por la familia Roggio)
14. Petroquímica Río Tercero (no familiar)
15. Grupo Assa (no familiar)
16. Grupo Plastar (controlada por la familia Strauss)
17. Sancor Coop. Unidas Ltda. (no familiar)
18. Habana (no familiar)
19. Bio Sidas S.A. (controlada por la familia Arguelles)

Asimismo, cita el informe de tuempresafamiliar.com, "*La experiencia temprana de compañías como Alpargatas, Bunge y Born, Siam Di Tella, Quilmes y Aguila-Saint abrieron camino para otras EMNs¹⁵² argentinas como Techint, YPF (entonces compañía petrolera estatal), Pérez Companc, Arcor, Bagó e IMPSA, entre muchas otras. Si bien varias de estas empresas continúan siendo relevantes empresas familiares argentinas a nivel internacional, algunas de ellas fueron vendidas a inversores extranjeros durante la década de 1990 y comienzos del año 2000.*"¹⁵³, destacando aun mas la importancia en nuestro país de este tipo de emprendimientos.

¹⁵⁰ Ernesto G. Niethardt, Newsletter de tuempresafamiliar.com, Agosto de 2009.

http://newsmaker4.com.ar/clientes/empresafamiliar/empresafamiliar/web_ver_noticia.php?id_noticia=137703&id_edicion=9306&news=123&cli=97&accion=ampliar

¹⁵¹ ProsperAr & VCC, 13 de Agosto de 2009,

http://www.vcc.columbia.edu/files/vale/documents/Argentine_2009_Spanish.pdf

¹⁵² EMNs: Empresas Multinacionales [Nota del Autor].

¹⁵³ Ernesto G. Niethardt, Newsletter de tuempresafamiliar.com, Op. Cit.



Anexo C: El Consenso de Washington en Latinoamérica.

Este fue un conjunto de políticas económicas que prevalecieron en Latinoamérica en la década de los noventa, extraído de un artículo de Wikipedia¹⁵⁴: *"Se entiende por Consenso de Washington un listado de políticas económicas consideradas durante los años 90 por los organismos financieros internacionales y centros económicos, con sede en Washington D.C. (District of Columbia), Estados Unidos, como el mejor programa económico que los países latinoamericanos deberían aplicar para impulsar el crecimiento. A lo largo de la década el listado y sus fundamentos económicos e ideológicos se afirmaron, tomando la característica de un programa general."*

Con algunas variante según los países, las políticas económicas de dicho consenso fueron las siguientes¹⁵⁵:

1. Disciplina presupuestaria (los presupuestos públicos no pueden tener déficit)
2. Reordenamiento de las prioridades del gasto público de áreas como subsidios (especialmente subsidios indiscriminados) hacia sectores que favorezcan el crecimiento, y servicios para los pobres, como educación, salud pública, investigación e infraestructuras.
3. Reforma Impositiva (buscar bases imponibles amplias y tipos marginales moderados)
4. Liberalización financiera, especialmente de los tipos de interés
5. Un tipo de cambio de la moneda competitivo
6. Liberalización del comercio internacional (trade liberalization) (disminución de barreras aduaneras)
7. Eliminación de las barreras a las inversiones extranjeras directas
8. Privatización (venta de las empresas públicas y de los monopolios estatales)
9. Desregulación de los mercados
10. Protección de la propiedad privada.

Estas políticas, que fueron aplicadas en nuestro continente, pero mas acentuadamente en nuestro país, fueron fuertemente criticadas hacia finales de la década por hombres de la talla de Joseph Stiglitz, (Premio Nobel de Economía 2001 y ex vicepresidente del Banco Mundial), quienes vieron en esas medidas, un medio para liberalizar el mercado laboral de los países subdesarrollados.

En la Argentina, este paquete de medidas, dejo de aplicarse luego de la crisis del año 2001, cuyas causas pueden verse en gran parte en la aplicación de estas recetas económicas.

¹⁵⁴ Consenso de Washington, http://es.wikipedia.org/wiki/Consenso_de_Washington

¹⁵⁵ Elaborado a partir de la cita anterior.



Anexo D: Ventas y adquisiciones en las década de 1990.

Los siguientes cuadros son un ejemplo de la evolución de la propiedad de las empresas en la Argentina en la década referida¹⁵⁶;

Tabla XXIV: Ventas y capital de las 100 mayores empresas en Argentina en el año 1991.

| | Cantidad de Empresas | Ventas | |
|---|----------------------------|------------------|----------------|
| | | Millones de u\$s | % |
| Estatales | 14 | 12.312 | 33,50% |
| Privadas de Capital Local | 49 | 11.306 | 30,76% |
| Privadas de Capital Extranjero | 28 | 8.794 | 23,93% |
| Privadas de Capital Local asociado a extranjero | 9 | 4.343 | 11,82% |
| TOTAL | 100 | 36.755 | 100,00% |

Tabla XXV: Ventas y capital de las 100 mayores empresas en Argentina en el año 1995.

| | Cantidad de Empresas | Ventas | |
|---|----------------------------|------------------|----------------|
| | | Millones de u\$s | % |
| Estatales | 3 | 2.402 | 3,77% |
| Privadas de Capital Local | 48 | 22.906 | 35,92% |
| Privadas de Capital Extranjero | 32 | 17.991 | 28,21% |
| Privadas de Capital Local asociado a extranjero | 17 | 20.478 | 32,11% |
| TOTAL | 100 | 63.777 | 100,00% |

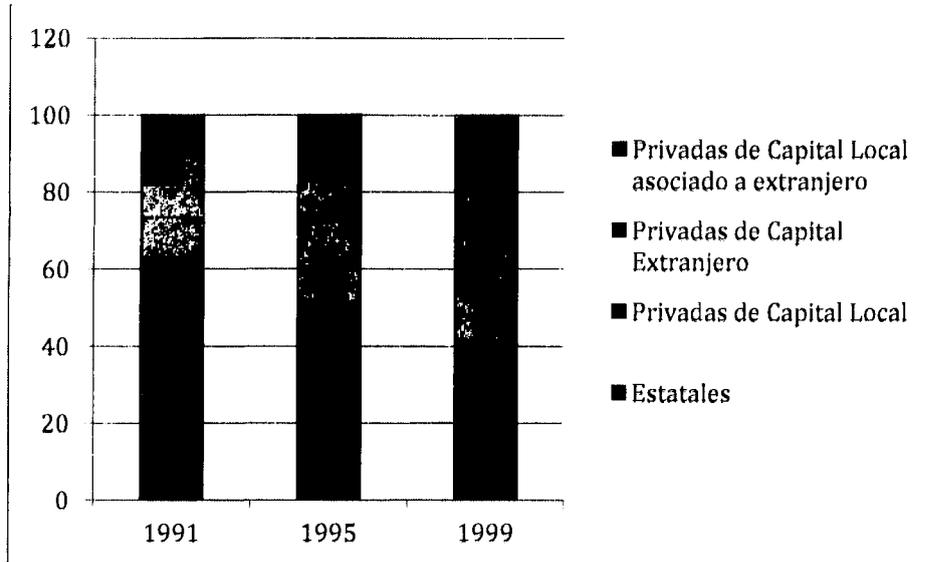
Tabla XXVI: Ventas y capital de las 100 mayores empresas en Argentina en el año 1999.

| | Cantidad de Empresas | Ventas | |
|---|----------------------------|------------------|----------------|
| | | Millones de u\$s | % |
| Estatales | 3 | 2.038 | 2,50% |
| Privadas de Capital Local | 30 | 21.506 | 26,43% |
| Privadas de Capital Extranjero | 58 | 48.142 | 59,17% |
| Privadas de Capital Local asociado a extranjero | 9 | 9.679 | 11,90% |
| TOTAL | 100 | 81.365 | 100,00% |

¹⁵⁶ Extraídos de "El impacto del proceso de fusiones y adquisiciones en la Argentina sobre el mapa de grandes empresas. Factores determinantes y transformaciones en el universo de las grandes empresas de capital local", Matías Kulfas, Oficina de la CEPAL en Buenos Aires / Santiago de Chile, mayo de 2001



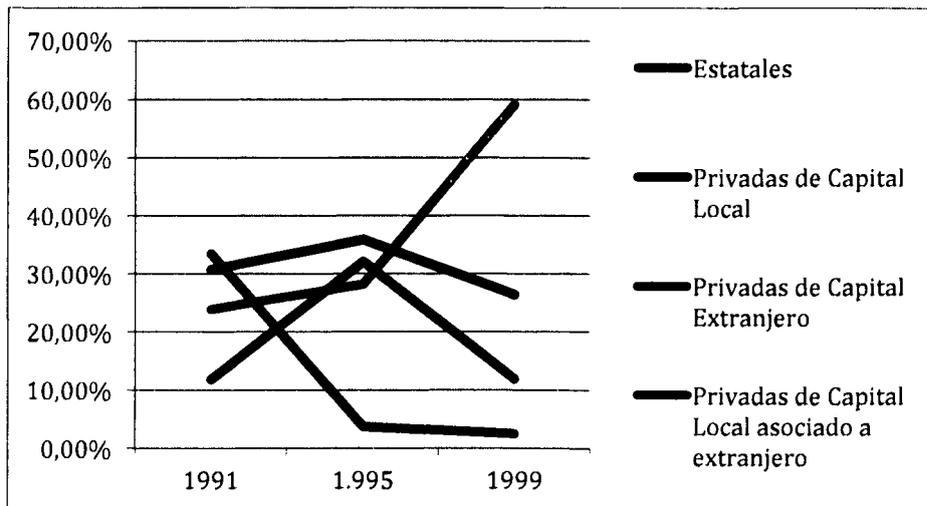
Gráfico XLV: Evolución de capital empresario 1991-1995.¹⁵⁷



Como se puede apreciar en el gráfico, existe una marcada extranjerización del capital empresario como resultado de las privatizaciones (en detrimento del capital estatal) y de las privadas de capital local por la ola de ventas.

Caso especial es el de las empresas de capital asociado, nacidas en su mayoría por las privatizaciones en donde las empresas extranjeras incorporaban un socio local, luego, por la misma ola de ventas, las empresas extranjeras terminaron comprando la participación local.

Gráfico XLVI: Evolución porcentual de las ventas por composición de capital 1991-1999.¹⁵⁸



¹⁵⁷ Elaboración propia a partir de cuadros de este mismo Anexo.

¹⁵⁸ ídem nota anterior.



**Tesis “Metodologías y Opciones para
la Valuación de Empresas Familiares”**
Autor: Lic. en Administración Matías R. Caramés Stornini
Director: Dr. Juan Carlos Alonso



Para evitar la distorsión por el aumento de las ventas totales, en el cuadro de ventas se indica la evolución de la participación porcentual de la ventas según el origen del capital. Estas muestran, al igual que el gráfico anterior, una creciente extranjerización de las mismas.

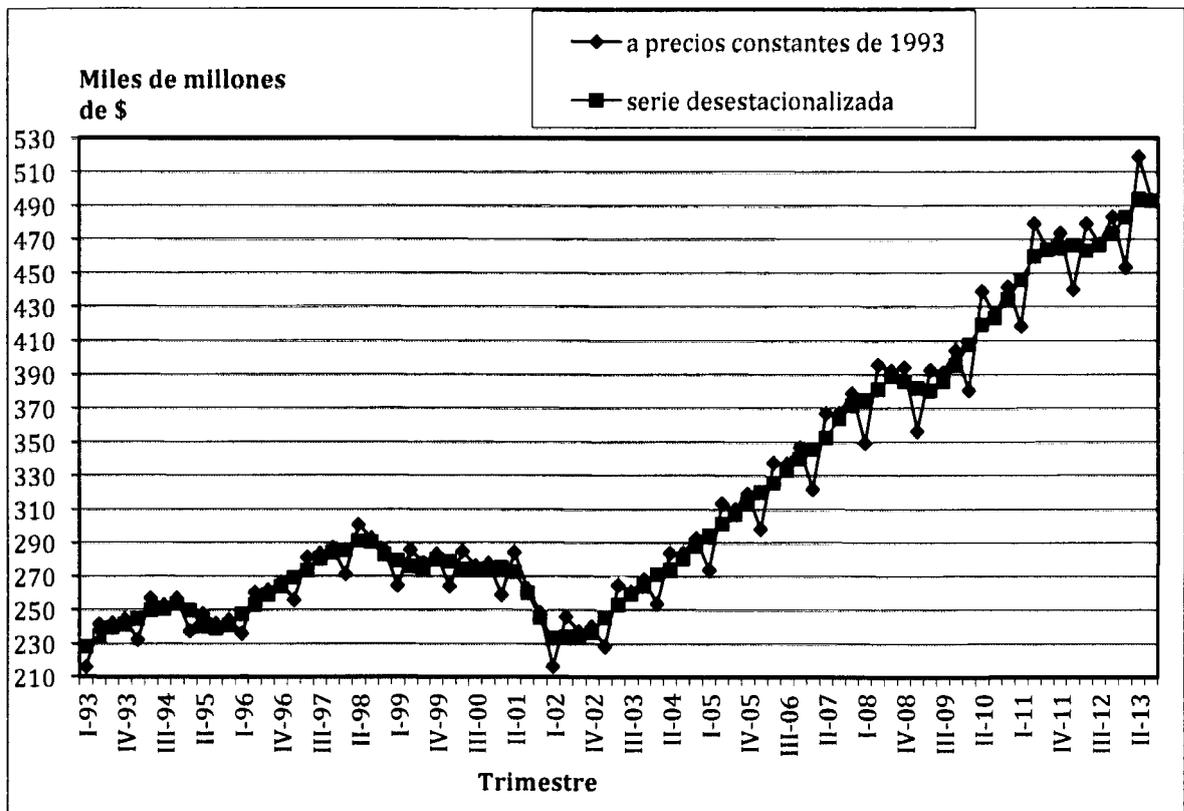


Anexo E: Evolución del PBI Argentino 1993-II Trimestre de 2013.

El PBI o PIB argentino del periodo, luego de mas siete años pre-crisis del 2001, el producto bruto interno un estancamiento y una posterior caída de la actividad inmediatamente posterior a la salida de la convertibilidad, se recupera claramente a partir de fines de 2002/principios de 2003, llegando a recuperar, a moneda constante, los valores anteriores de la crisis en el año 2005.

Esta evolución se evidencia en el siguiente gráfico.

Gráfico XLVII: PBI Argentino 1993-II Trimestre de 2013 en pesos de 1993.¹⁵⁹



Se puede observar también, que el fuerte crecimiento se frena con la crisis mundial del año 2009 para volver a recuperar su crecimiento y, actualmente muestra una desaceleración por motivos principalmente inflacionarios.

¹⁵⁹ Fuente INDEC, <http://www.indec.com.ar/indec.gov.ar.htm>



Anexo F: Métodos Mixtos, algunos ejemplos.

En la siguiente tabla, se ejemplifican distintos métodos mixtos utilizados y su calculo.

Tabla XXVII: Comparativo de métodos mixtos basados en fondo de comercio¹⁶⁰

| Método | Valor de la empresa |
|--|---|
| Método de valoración "clásico" | <p>$V = A + (n \times B)$ para empresas industriales o $V = A + (z \times F)$ para el comercio minorista</p> <p>A = valor del activo neto; n = coeficiente comprendido entre 1,5 y 3; F = facturación, B = beneficio neto; z = porcentaje de la cifra de ventas.</p> <p>$V = A + a_n (B - iA)$</p> |
| Método simplificado de la "renta abreviada del goodwill" o método de la UEC simplificado | <p>A = activo neto corregido; a_n = valor actual, a un tipo t, de n anualidades unitarias, con n entre 5 y 8 años; B = beneficio neto del último año o el previsto para el año próximo; i = rentabilidad de una inversión alternativa. $a_n (B - iA)$ = fondo de comercio o goodwill. (B - iA) que suele denominarse superbeneficio</p> |
| Método de la Unión de Expertos Contables Europeos (UEC) | <p>Despejando $V = A + a_n (B - iV)$, obteniendo:</p> <p>$V = [A + (a_n \times B)] / (1 + i a_n)$</p> <p>$V = (A + B/i)/2$ que también puede expresarse como $V = A + (B - iA)/2i$</p> |
| Método indirecto o método "de los prácticos" | <p>i suele ser el tipo de interés de los títulos de renta fija del Estado a largo plazo. B es muchas veces el beneficio medio de los últimos 3 años. Tiene muchas variantes que resultan de ponderar de manera distinta el valor substancial y el valor de capitalización de los beneficios</p> <p>$V = A + (B - iA) / t_m$</p> |
| Método anglosajón o método directo | <p>La tasa t_m es la tasa de interés de los títulos de renta fija multiplicada por un coeficiente comprendido entre 1,25 y 1,5 para tener en cuenta el riesgo.</p> <p>$V = A + m (B - iA)$</p> |
| Método de compra de resultados anuales | <p>El número de años (m) que se suele utilizar es entre 3 y 5, El tipo de interés (i) es el tipo de interés a largo plazo.</p> <p>$V = A + (B - iV)/t$ despejando $V = (A + B/t) / (1 + i/t)$</p> |
| Método de la tasa con riesgo y de la tasa sin riesgo | <p>i es la tasa de una colocación alternativa sin riesgo; t es la tasa con riesgo que sirve para actualizar el "superbeneficio" y es igual a la tasa i aumentada con un coeficiente de riesgo. La fórmula es una derivación del método de la UEC cuando el número de años tiende a infinito.</p> |

¹⁶⁰ Fuente: Fernández, Pablo, Métodos de Evaluación de Empresas, Op. Cit.



Anexo G: Tasas de Descuento¹⁶¹

Introducción

Los individuos, así también las empresas se deben decidir continuamente donde invertir las rentas de que disponen con el objetivo de conseguir el mayor rendimiento posible al menor riesgo. Para poder tomar esas decisiones, los inversores necesitan un punto de referencia que les permita determinar cuando un proyecto de inversión genera una rentabilidad superior a dicha referencia y cuando no. Ese punto de referencia se denomina tasa de rendimiento requerida, que se puede definir como el rendimiento mínimo exigido por un inversor para realizar una inversión determinada.

Así, conociendo las condiciones del mercado y las preferencias de los individuos, cada inversor establecerá una tasa de rendimiento esperada para cada activo que pretenda adquirir, que será el rendimiento que el inversor en cuestión espera recibir a cambio de correr el riesgo de realizar una inversión determinada.

Sí el rendimiento esperado de un activo es inferior a la tasa de rendimiento requerida para invertir en el mismo se desechará su adquisición, mientras que si se espera que ciertos activos posean un rendimiento superior al requerido querrá decir que su adquisición aumentará la riqueza del inversor.

Las empresas, al encarar distintos proyectos, también deben poseer un punto de referencia con el cual poder comparar si el mismo es conveniente o no para la empresa. Este punto de referencia es el costo de los recursos que la empresa necesita para la ejecución de los proyectos y se denomina costo o coste de capital. Este indica aquella mínima tasa de rendimiento que permite a la empresa hacer frente al coste de los recursos financieros necesarios para acometer la inversión; pues de otra forma nadie estaría dispuesto a suscribir sus obligaciones o sus acciones, dicho de otra forma y citando a Mascareñas; *"es la mínima tasa de rentabilidad a la que deberá remunerar a las diversas fuentes financieras que componen su pasivo, con objeto de mantener a sus inversores satisfechos evitando, al mismo tiempo, que descienda el valor de mercado de sus acciones y obligaciones"*.

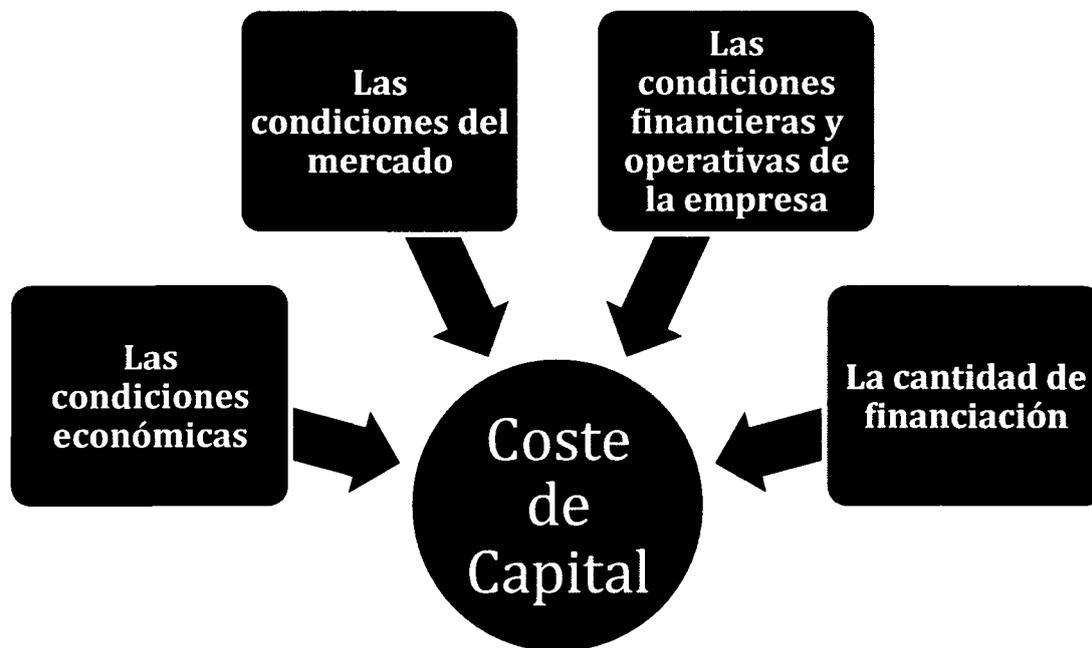
Factores que determinan el coste de capital

Asimismo, aunque se pudiese resumir diciendo que el coste del capital de la empresa es función de la oferta y demanda de dinero, y del riesgo de la empresa, existen cuatro factores (mostrados en la siguiente ilustración) que determinan el coste del capital.

¹⁶¹ Este anexo fue elaborado a partir de los textos de Mascareñas Juan, El coste del capital - Universidad Complutense de Madrid - Última versión: febrero 2008 y Brealey Richard A./Myers Stewart C., Principios de Finanzas Corporativas - McGraw-Hill - Tercera edición en Español 1998.



Ilustración XVI: Los factores que determinan el coste del capital¹⁶²



- ↓ **Las condiciones económicas:** Este factor determina la demanda y la oferta de capital, así como el nivel esperado de inflación. Esta variable económica viene reflejada en el tipo de interés sin riesgo (como el rendimiento de las emisiones a corto plazo realizadas por el Estado) dado que este se compone del tipo de interés real pagado por el Estado y de la tasa de inflación esperada. Cuando varía la demanda de dinero en relación a la oferta o varía la inflación, producirá un cambio en el nivel del rendimiento requerido.
- ↓ **Las condiciones del mercado:** Cuando el riesgo del proyecto aumenta el inversor exigirá una mayor tasa de rendimiento requerida, haciendo lo contrario en el caso de que aquel descendiese. A la diferencia entre el rendimiento de un activo con riesgo a uno sin riesgo se lo conoce como *prima de riesgo*. Si, además de ello, el activo es poco líquido (o sea es difícilmente revendible), existirá también una *prima de liquidez*.
- ↓ **Las condiciones financieras y operativas de la empresa:** La variabilidad del rendimiento o riesgo, también procede de las decisiones realizadas en la empresa. Existen dos clases de riesgo, el *riesgo económico* que hace referencia a la variación del rendimiento del activo de la empresa y que depende de las decisiones de inversión de la empresa y, por otro lado, el *riesgo financiero*, que se refiere a la variación en el rendimiento obtenido por los accionistas ordinarios de la compañía como resultado de las decisiones de financiación (en cuanto al uso de la deuda y de las acciones preferentes)
- ↓ **La cantidad de financiación:** Cuando las necesidades de financiación de la empresa aumentan, el coste del capital de la empresa varía debido a una serie de

¹⁶² Elaborado a partir de Mascareñas Juan, El coste del capital. Op. Cit.

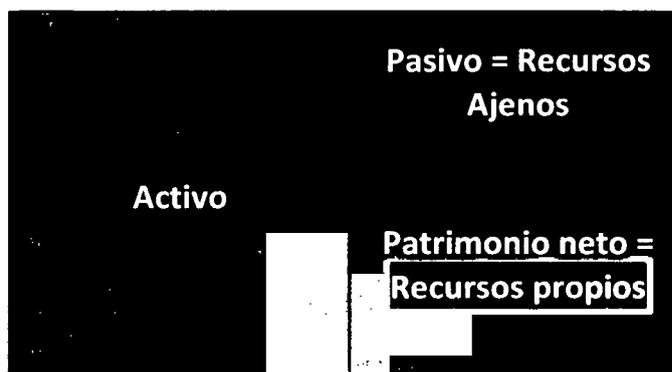


razones, por ejemplo, cada vez que se emiten acciones existen costos de transacción. Asimismo, cuando una empresa solicita un volumen de financiación grande en comparación con el tamaño de la misma, los inversores dudaran de la capacidad de la directiva de absorber eficientemente esa gran cantidad de dinero lo que hará que aumente su rendimiento requerido. Por último, cuanto mayor sea el volumen de la emisión, mayor es el descenso del precio de las acciones, por ende, mayor el rendimiento requerido.

Cuando Mascareñas se refiere a diversas fuentes, esta hablando de las distintas formas de pasivo que posee una empresa.

Partiendo de la ecuación contable fundamental, analizando el pasivo y en el patrimonio neto podemos deducir los orígenes de los recursos, en el primero, los ajenos y en el segundo los propios, como se muestra en la siguiente ilustración.

Ilustración XVII: Recursos propios y ajenos



Los recursos ajenos son aquellos que provienen de Bancos en forma de préstamos y de inversores en forma de Obligaciones Negociables¹⁶³, mientras que los propios están formados por las acciones, tanto ordinarias como preferidas y los fondos propios.

Cada una de estas fuentes poseerá, una tasa de rendimiento requerida diferente:

- ↓ En el caso de los recursos ajenos, se conoce como K_d o coste de la deuda.
- ↓ Los recursos propios, el coste de las acciones ordinarias es simbolizado como k_e y el de las preferidas (en el caso de que estas últimas existiesen), como K_p

Cada una de estas fuentes tiene un método o métodos para su cálculo y la ponderación, según su participación en la estructura de capital de la empresa, de estas distintas fuentes es conocido como Coste Medio Ponderado, abreviado con sus siglas anglosajonas WACC (Weighted Average Cost of Capital).

¹⁶³ Obligación Negociable u ON, es el nombre por el cual se conoce en el Mercado a los bonos emitidos por entidades o empresas privadas.



Tanto el WACC, como el Ke, Kp o Kd, son utilizados como tasas de descuento apropiadas para evaluar proyectos, el que se use una u otra dependerá de lo que se este valuando.

El riesgo y el calculo de beta¹⁶⁴

En primera instancia, el riesgo, en el ámbito de este trabajo, se refiere a la posibilidad de que, la inversión que se esta evaluando a través de la valuación, no cumpla, en parte o en su totalidad, con los retornos esperados de dinero.

Existe una relación directa entre el riesgo y el rendimiento de una inversión; un inversor querrá obtener una ganancia adicional por asumir el riesgo de no recibir su retribución y su capital en tiempo y forma.

En condiciones normales, un bono del estado es la mas segura inversión¹⁶⁵, un Estado podría, en una situación limite, emitir dinero para honrar sus obligaciones, por ello, si estamos hablando solo del riesgo de no recibir los pagos, siempre queda la incertidumbre de la inflación.

También existe una relación directa entre el tiempo de la inversión y el riesgo; se supone una inversión a corto plazo es menos riesgosa que una a largo plazo, existe una mayor probabilidad de ocurrencia de factores tanto internos como externos que influyan en la inversión en un plazo mayor de tiempo que en uno menor. Por lo tanto, también a mayor plazo, mayor rendimiento requerido.

Si el inversor intercambia obligaciones del Estado por obligaciones de empresas asume entonces un riesgo de impago adicional. Si este inversor cambia obligaciones de empresas por acciones ordinarias adquiere una proporción directa de los riesgos de la empresa.

Ilustración XVIII: Riesgos y rendimientos



Por lo anterior, en el caso de una valuación, la relación es inversa; a mayor riesgo, menor valor del emprendimiento, ya que, para que su rendimiento sea mayor, a mismo flujo de

¹⁶⁴ Esta sección ha sido elaborada a partir de texto de Brealey Richard A./Myers Stewart C., Principios de Finanzas Corporativas - McGraw-Hill - Tercera edición en Español 1998

¹⁶⁵ Se aclara "en condiciones normales", ya que un gobierno puede entrar en cesación de pagos, sobre todo si tiene sus obligaciones nominadas en moneda extranjera, como lo hemos vivido en la República Argentina en el año 2002. [Nota del Autor].



efectivo futuro, necesariamente debe ser el capital invertido de menor cuantía que una inversión de menor riesgo.

Una forma de reducir el riesgo es la diversificación, la cual consiste, en dividir la cartera de inversión en distintos instrumentos, algunos mas riesgosos y otros menos riesgosos, terminan por reducir la variabilidad total de la cartera. Dicho de otro modo, como cada precio individual evoluciona de forma diferente, la varianza total es diferente al promedio ponderado de las varianzas individuales. El riesgo reducido por la diversificación es conocido como *riesgo único* o *propio*¹⁶⁶, mientras que el riesgo no diversificable, o sea el que no puede ser reducido por mas que se continúe diversificando es conocido como *riesgo de mercado*¹⁶⁷.

El riesgo de mercado es medido por la beta¹⁶⁸

Si se quiere conocer la contribución de un título individual al riesgo de una cartera bien diversificada, no sirve saber cual es el riesgo del titulo por separado, es necesario medir su riesgo de *mercado*, lo que equivale a medir su sensibilidad respecto a los movimientos del mercado. Esta sensibilidad se denomina **beta** (β).

Acciones con betas mayores que 1,0 tienden a amplificar los movimientos conjuntos del mercado. Acciones con betas entre 0 y 1,0 tienden a moverse en la misma dirección que el mercado, pero no tan lejos. El *mercado* es la cartera de todas las acciones, por lo tanto, la acción "media" tiene una beta de 1.0.

Se podría definir entonces a la beta de la acción *i* como:

$$\beta_1 = \frac{\sigma_{im}}{\sigma_m^2}$$

Donde σ_{im} es la covarianza entre la rentabilidad de la acción *i* y la rentabilidad del mercado y σ_m^2 es la varianza de la rentabilidad del mercado.

Esto da lugar a que la proporción entre la covarianza y la varianza mida la contribución de las acciones al riesgo de la cartera.

¹⁶⁶ Al riesgo único o propio se le denomina *especifico, riesgo diversificable*. Fuente: Brealey Richard A./Myers Stewart C., Principios de Finanzas Corporativas. Op. Cit.

¹⁶⁷ El riesgo de mercado puede ser llamado a menudo riesgo no sistemático, riesgo residual o riesgo no diversificable. Fuente: Brealey Richard A./Myers Stewart C., Principios de Finanzas Corporativas. Op. Cit.

¹⁶⁸ Este modelo es conocido como modelo de valoración de activos financieros o Capital asset pricing model (CAPM), introducido por Jack L. Treynor, William Sharpe, John Litner y Jan Mossin independientemente, basado en trabajos anteriores de Harry Markowitz sobre la diversificación y la Teoría Moderna de Portfolío.

CAPM es un modelo para calcular el precio de un activo y pasivo o una cartera de inversiones. Para activos individuales, se hace uso de la recta security market line (SML) (la cual simboliza el retorno esperado de todos los activos de un mercado como función del riesgo no diversificable) y su relación con el retorno esperado y el riesgo sistémico (beta), para mostrar cómo el mercado debe estimar el precio de un activo individual en relación a la clase a la que pertenece. Fuente: : Andrés S. Suárez Suárez - *Decisiones Optimas de Inversión y Financiación en la Empresa - Editorial Pirámide - Decimoctava Edición, reimpresión 1998*. Op. Cit.



Algunas interpretaciones y ejemplos de valores de beta se ejemplifican en la siguiente tabla:

Tabla XXVIII: Ejemplos de valores de beta¹⁶⁹

| Valor de Beta | Interpretación | Ejemplo |
|-----------------|--|--|
| $\beta < 0$ | La acción generalmente se mueve en la dirección opuesta al mercado o índice | Un inverse exchange-traded fund ¹⁷⁰ o una venta corta ¹⁷¹ |
| $\beta = 0$ | El movimiento de la acción no se correlaciona con el movimiento del mercado o índice | Activo de renta fijos, cuyo crecimiento no está relacionado con el movimiento del mercado de valores |
| $0 < \beta < 1$ | El movimiento de la acción esta generalmente en la misma dirección, pero con menos intensidad que el benchmark | Estable. Movimientos en la misma dirección que el mercado a largo plazo, pero menos susceptible a las fluctuaciones del día a día |
| $\beta = 1$ | El movimiento de la acción esta generalmente en la misma dirección y en una intensidad similar al benchmark | Una acción representativa o, una acción que es una fuerte incidencia en el índice general del mercado |
| $\beta > 1$ | El movimiento de la acción esta generalmente en la misma dirección, pero con mayor intensidad que el benchmark | Una acción volátil, como por ejemplo, una acción tecnológica o, una acción fuertemente influenciada por el movimiento diario del mercado |

¹⁶⁹ Fuente: Wikipedia [http://en.wikipedia.org/wiki/Beta_\(finance\)](http://en.wikipedia.org/wiki/Beta_(finance))

¹⁷⁰ Un inverse exchange-traded fund es un fondo diseñado para tener una performance inversa al benchmark o índice target. http://en.wikipedia.org/wiki/Inverse_exchange-traded_fund

¹⁷¹ En finanzas, venta corta (del inglés short selling) es la práctica de hacer que los inversores tengan una venta de activos, generalmente valores financieros, que han sido tomados en préstamo de un tercero (generalmente un broker) con la intención de comprar idénticos valores en una fecha posterior para devolvérselos a ese tercero. El que realiza la operación espera obtener un beneficio económico a partir de la hipotética futura bajada del precio de los valores, ya que retorna la misma cantidad de valores que tomó en préstamo, pero no el mismo valor monetario. Si por el contrario los valores subieran, sufriría una pérdida.

Al realizar ventas cortas, existe el riesgo de perder incluso más que el 100% del capital negociado, dado que las acciones no tienen un techo que limite sus alzas. Fuente: http://es.wikipedia.org/wiki/Venta_corta



Anexo H: Encuestas en redes sociales, respuestas a los debates planteados

Debates en Grupos Red Social LinkedIn

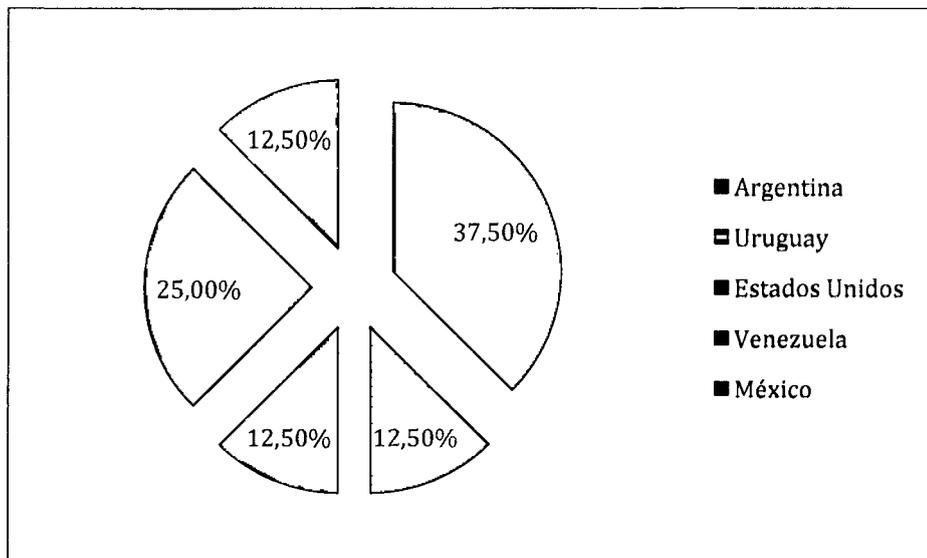
En dos grupos de la red social mencionada, CFO Argentinos y LATAM CFO, se constituyeron debates sobre la problemática abordada en la presente Tesis, planteándose la siguiente pregunta:

"Estimados, estoy concluyendo mi Tesis de posgrado y solicito vuestra ayuda: ¿Que métodos de valuación creen son los mas usados hoy en día en vuestros países? Me estoy focalizando principalmente en empresas con estructura familiar.

*Les solicito también me comenten de que país proviene la experiencia.
Desde ya, muchas gracias."*

De los sendos debates se obtuvieron respuestas de ocho profesionales Latinoamericanos cuya distribución geográfica¹⁷², profesiones, posgrados y función ha sido la siguiente¹⁷³:

Gráfico XLVIII: Distribución por países encuesta LinkedIn



¹⁷² Para la distribución geográfica se considero su lugar de desempeño profesional actual, sin tomar en cuenta nacionalidad. [Nota del Autor].

¹⁷³ Todos los gráficos de la presente sección son de elaboración propia.



Gráfico XLIX: Encuesta LinkedIn, Profesiones

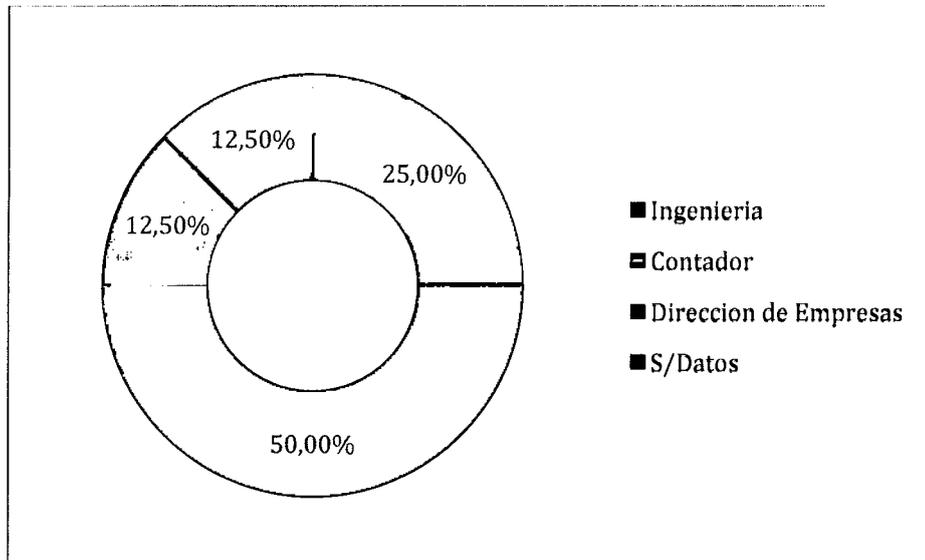


Gráfico L: Encuesta LinkedIn, Posgrados

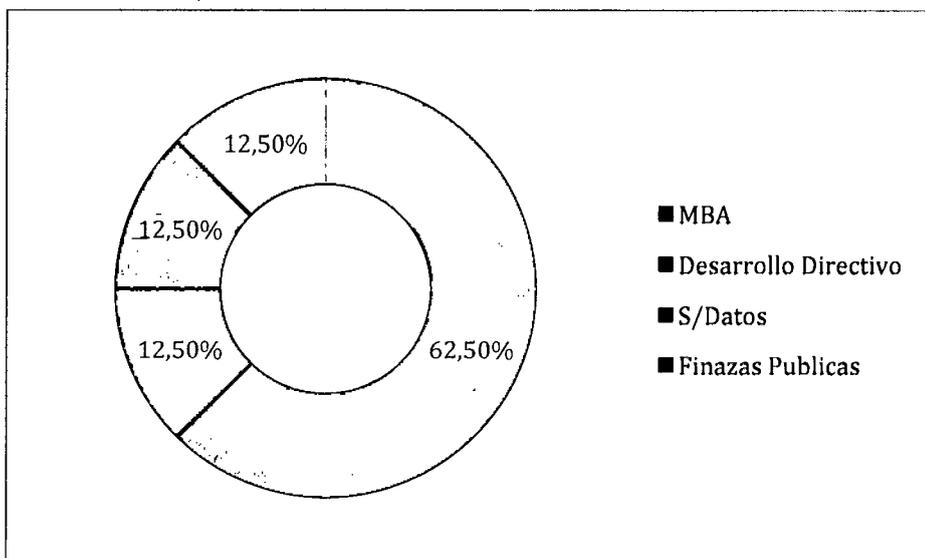
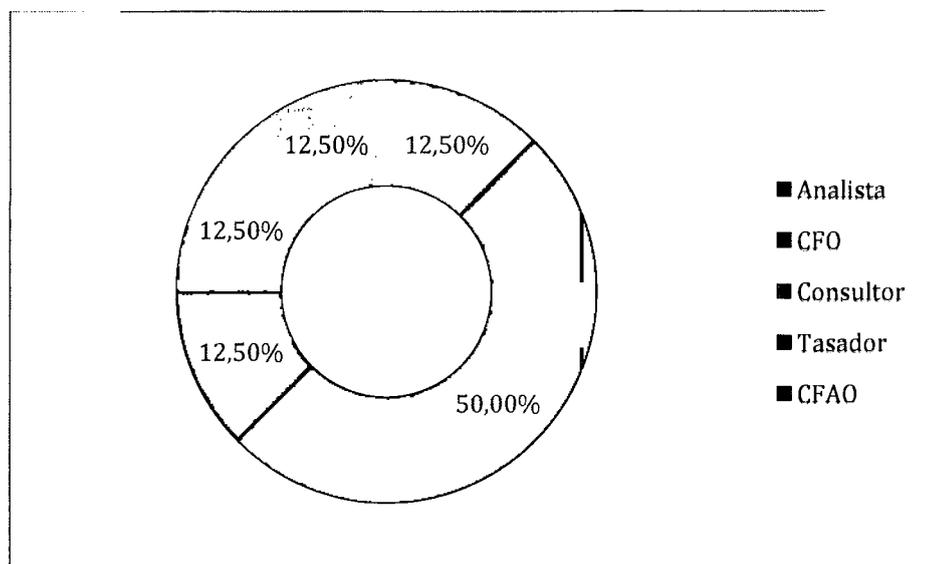




Gráfico LI: Encuesta LinkedIn, Actividad Profesional¹⁷⁴



De los datos recolectados se evidencia una fuerte preponderancia de Contadores (cuatro casos), MBA (cinco casos) y CFOs (cuatro casos).

Debate en el grupo "CFO Argentinos"

- ↓ **Santiago Linchutt**¹⁷⁵ - Estimado Matias: Siempre dependerá del caso que estés valuando. En general lo más recomendable es hacer una valuación por DCF (flujos de efectivo descontados) aunque en la practica lo más utilizado es la valuación por múltiplos por ser un método de valuación más rápido y simple.
- ↓ **Félix Guillermo Fernández Spratt**¹⁷⁶ - Matias, por mi experiencia estos métodos se complementan. El de múltiplos te ofrece la primer idea para determinar el valor en una forma mas simple y rápida, pero en general el análisis se profundiza utilizando los flujos descontados. Todo esto se completa con el "due diligence" que termina de completar el set de datos e información indispensable para negociar el valor final de la empresa en cuestión.
- ↓ **Matias Carames Stornini** - Estimado Félix.
Muchas gracias por tu ayuda. Te consulto, hasta ahora encontré como base para el método de múltiplos la facturación y, me han comentado que, en empresas de

¹⁷⁴ En este grafico, CFAO - Chief Financial and Administrative Officer, Gerente o Director de Administración y Finanzas. [Nota del Autor].

¹⁷⁵ Santiago Linchutt, Ingeniero Industrial (UBA); MBA (Universidad de Belgrano); Analista financiero en Industria de la Construcción. Argentina.

¹⁷⁶ Félix Guillermo Fernández Spratt. Contador Público (Universidad Católica Argentina); MBA (I.D.E.A.); CFO - Consultor. Argentina.



servicios a veces utilizan cantidad de abonados, ¿Conoces algún otro parámetro que se utilice?

Saludos.

- ↓ **Félix Guillermo Fernández Spratt** - Matias, usualmente tomamos la facturación, pero seguro que también se pueden utilizar otros indicadores que representen fielmente el "volumen de los negocios", y en este caso, es una base razonable considerar los abonados, ver su tendencia año a año, etc.

Igualmente se termina valorizando esa base para darles un "valor contable o económico" y llegar a los \$\$\$\$\$

Félix

- ↓ **Iñigo Ortiz**¹⁷⁷ - Matías, Existen diferentes métodos de valuación como te han explicado otras personas. Es importante conocer que tipo de rubro se dedica la compañía, por más que sea una empresa familiar. Está Flujo de Fondos, múltiplo de ventas pero el más usado en diversas fusiones y adquisiciones es el múltiplo de EBITDA (Earnings Before Interest Taxes Depreciation Amortization) es decir el resultado antes de impuestos, resultados financieros y amortizaciones. Dependiendo del valor estratégico de dicha compañía ese múltiplo aumentará.

Debate en el grupo "LATAM CFO"

- ↓ **Diego Castro-Urdiales**¹⁷⁸ - Hola Matias, a mi parecer DCF es el mas común y preciso. También considera que en Cias familiares los modelos de negocios están sujetas a cambios mas rápidos, especialmente por la misma naturaleza del enfoque familiar. Consecuentemente, el valor puede cambiar drásticamente. Mi experiencia es en Américas. Dc

- ↓ **Leonardo Miguel Reyes Volpe**¹⁷⁹ - Saludos. Visita www.ivsc.org
Es el organismo global con competencia de las normas de valuación en el mundo, allí están las normas de valuación del 2011, vigentes hasta fin de año y las recién promulgadas vigentes a partir del 2014.
Tal como dice Diego, el método del Flujo de Caja Descontado es muy Bueno (DCF), allí bajas la norma TIP-3 DCF (Tecnical Information Paper - Discounted Cash Flow)

¹⁷⁷ Iñigo Ortiz. Universidad Católica Argentina; PDD, Post Grado Desarrollo Directivo (Universidad de Montevideo -IEEM); International Diploma, AML (The Manchester University Business School - UK); CFO. Argentina.

¹⁷⁸ Diego Castro-Urdiales, Contador (Universidad de Lima); MBA (University of Central Oklahoma); Principal at LATAM Consulting Services, Miami/Fort Lauderdale, Estados Unidos (Artículos de consumo)

¹⁷⁹ Leonardo Miguel Reyes Volpe, Ingeniero Químico (Universidad Simón Bolívar); MBA (Universidad Católica Andrés Bello); Tasador, Ingeniería de Tasación (Sociedad de Ingeniería de Tasación - Soitave - Colegio de Ingenieros de Venezuela); Asesor de Junta Directiva. Venezuela.



Soy Tasador, Instructor de SOITAVE - Sociedad de Tasadores de Venezuela - Ponente Internacional en Temas de Valor Razonable

- ↓ **Adrián Chiogna**¹⁸⁰ - El método de flujo de fondos descontados (DCF por su siglas en inglés) es utilizado para valorar a un proyecto o a una compañía entera. Los métodos de DCF determinan el valor actual de los flujos de fondos futuros descontándolos a una tasa que refleja el coste de capital aportado. Esto es necesario porque los flujos de fondos en diversos períodos no pueden ser comparados directamente puesto que no es lo mismo contar con una cantidad de dinero ahora, que en el futuro.

El procedimiento de DCF implica dos grandes problemas:

- ✓ El pronóstico de los flujos de liquidez futuros.
- ✓ La determinación del coste de capital apropiado.

El análisis del flujo de liquidez es ampliamente utilizado en finanzas corporativas para valuaciones de activos o para la evaluación de proyectos de inversión. El resultado de la valuación es altamente susceptible a las estimaciones realizadas para la obtención de estas dos variables.

Espero te resulte de utilidad.
Saludos cordiales

- ↓ **Eduardo Rafael Sifontes Prieto**¹⁸¹ - estimado, haber hecho por varios años procesos de valoración de empresas, me convencí que el DCF es el que se controlan mejor las variables. Hay que considerar es el tema del riesgo del negocio, que al ser familiar, puedes hacer una estimación genérica para el beta¹⁸². También el 5 EBITDA te sirve para corroborar grandes números.
- ↓ **Eric Esteves**¹⁸³ - Hola Matías, tal y como lo han comentado antes, el método más usado es el DCF. Sin embargo, si son empresas de corte familiar tal vez puedas usar los otros métodos recomendados: 1) Precio de inversiones recientes, 2)

¹⁸⁰ Adrián Chiogna. Dirección de Empresas y Management Estratégico (Universidad Católica Argentina); CFAO - Chief Financial and Administrative Officer. Argentina.

¹⁸¹ Eduardo Rafael Sifontes Prieto. Bachelor of Technology (B.Tech.), Computer Programming (Cenesco); Contador (UCAB); Postgrado Finanzas Públicas, Finanzas Públicas (UCAB); Profesor de Planificación Estratégica en el Postgrado de Negocios Internacionales (Universidad Metropolitana - UNIMET, Caracas, Venezuela); Profesor de Gestión de Costos. (CIEP - UCAB); Profesor de Balanced Scorecard (Planificación Estratégica) (CIEP - UCAB); Profesor de EVA (Planificación Estratégica) (CIEP - UCAB); Profesor invitado de Análisis de Estados Financieros (UCAB); Profesor Análisis Estados Financieros (UJMV); Profesor Presupuesto Empresarial (UJMV); Profesor Estadística (UJMV); Profesor Control y Gestión (UJMV); Instructor Actualización Contable, Ajuste por Inflación. Banco Provincial; Instructor Ofimática. (UCAB); Profesor Presupuesto Público. Escuela Superior del Ejército; Profesor Estadística. Escuela Superior del Ejército; Profesor de Informática. Escuela Superior del Ejército; CFO; Venezuela.

¹⁸² Por la beta y su calculo ver Anexo G.

Eric Esteves, Contador Público. Contador Público (Universidad Nacional Autónoma de México); MBA, Finanzas (Universidad Nacional Autónoma de México); CFO; México.



múltiplos, 3) Valor neto de los activos, y 4) precios de mercado disponibles. Más información la encuentras en la siguiente liga:
<http://www.privateequityvaluation.com/>
Saludos

↓ **Matias Carames Stornini** - Estimados

Muchas gracias por sus respuestas.

Coincido con ustedes en que el DFC es el mejor método para valorar una empresa. Concretamente en Argentina y, sobre todo en emprendimientos comerciales se suele utilizar múltiplos, cálculo al cual se le adiciona en ocasiones el valor de mercado de las existencias de mercaderías.

Por que piensan ustedes que no se utiliza DFC? Es real que algunos cálculos son complejos, por ejemplo la beta, pero que motivos creen ustedes que son los determinantes para no usar DFC?

Atte.

↓ **Leonardo Miguel Reyes Volpe** - Puedes usar siempre el DFC sin problemas

Puedes calcular el WACC¹⁸⁴ (costo promedio ponderado del capital) sin el beta. el WACC es la tasa de descuento y equivale a $tasa\ esperada \times \left(\frac{capital}{capital + deuda\ financiera} \right) + tasa\ bancaria \times \left(\frac{deuda\ financiera}{capital + deuda\ financiera} \right)$.

No es que el beta sea complejo, sino que si el mercado de capitales local no te suministra datos de tu sector no puedes calcularlo. Hacerlo a través de datos de un mercado foráneo bajo las características de tu negocio planteado me parece temerario

Apoyando el comentario de Eduardo, con el EBITDA obtienes grandes números, pero el método no considera la desincronización del ciclo de capital de trabajo y, según el caso, podrías tener grandes distorsiones, saludos a todos

↓ **Eduardo Rafael Sifontes Prieto** - Estimados,

Un poco para aportar sobre lo que pregunta Matias en cuanto que se exigen para la utilización del DFC, es cuando hay alto interés por el take over de un negocio, y en tal caso el DFC lo utilizan para corroborar los grandes números. En caso que no se tenga herramientas para calcular el beta, hay medidas alternativas. por ejemplo, en un caso que me tocó valorar una empresa de relleno sanitarios en Venezuela, imposible tener información para el beta del "negocio venezolano", ni siquiera "tropicalizándolo", usamos la herramienta del teorema de Bayes¹⁸⁵ para estimar un riesgo ponderado según los distintos escenarios.

¹⁸⁴ WACC (Weighted Average Cost of Capital). Op. Explicado en Anexo G.

¹⁸⁵ Teorema de Bayes. Op. Cit.



Tesis "*Metodologías y Opciones para la Valuación de Empresas Familiares*"
Autor: Lic. en Administración Matías R. Caramés Stornini
Director: Dr. Juan Carlos Alonso



Esto ocurre, porque `para el caso de Venezuela, la incidencia política es un factor de alto peso en el desenvolvimiento de los negocios, y su continuidad.
saludos y éxitos

- ↓ **Adrián Chlogna** - Matías: Creo que el principal problema que afrontas es la falta de información de referencia, algo muy difícil de comprender -cabalmente- si vives fuera de Argentina.

El problema que enfrentas no es técnico-académico, sino la dificultad de aplicar ése conocimiento en un contexto como el Argentino.

Dado que es para una tesis, te sugiero que bases la misma en Pymes que cotizan en bolsa, dado que sus estados son de fácil acceso y ellos ya se han enfrentado al problema que tu planteas y ya le han encontrado una solución para sus valuaciones, por lo que estimo que resultará más práctico y practicable replicar sus modelos de valuación.

Espero te resulte de utilidad la orientación.
Saludos cordiales



Anexo J: Transcripción consultas y entrevistas a referentes anteriores a las encuestas a Empresarios

Consultas vía email al Dr. Gustavo Tapia

Se le consulto al Dr. Gustavo Tapia¹⁸⁶ con motivo de la presente Tesis, las siguientes dos preguntas, referidas tanto a información cualitativa como cuantitativa¹⁸⁷:

1. Si usted posee información cualitativa (porcentual) de la participación de los diferentes grupos de métodos (Balance, cuenta de resultados, mixtos, descuentos de flujos, creación de valor, opciones) en valuaciones hechas en Argentina en los últimos años.
2. Su opinión acerca de si los métodos conceptualmente correctos son basados en descuento de flujos de fondos y las causas por las cuales son utilizados otros métodos técnicamente incorrectos.

La respuesta del Dr. Tapia es la que se expone a continuación:

Estimado Matías,

Sobre el punto 1ro te comento que no poseo esta información. La década del 90 en Argentina fue rica en materia de compraventa de empresas. Las consultoras de ese momento más importantes podrían tener o ser una fuente, al igual que la revista Mercado; Panorama o más recientemente Apertura.

En mi opinión, y creo una gran parte de la doctrina va en este camino, la metodología de flujos de fondos proyectados es la más empleada porque se acepta el criterio por su razonabilidad y fundamentación de la tasa de costo de capital. Este valor es comparable en las operaciones con el valor de múltiplos que un empresario tiene a mano para fijar el precio tope de su oferta (caso de los cables que fueron vendidos en el interior a los actuales, considerando cantidad de abonados); este valor suele ser mayor al de FCF. Previamente debería contemplarse la existencia de errores de representatividad de los promedios.

¹⁸⁶ Gustavo Tapia. Contador Público FCE UBA. Posgrado Administración Financiera FCE UBA. Magister en Administración FCE UBA. Magister Estrategia y Geopolítica Escuela Superior de Guerra. Posgrado en Formación Docente Universitaria UBA. Doctorando en Ciencias Económicas área Administración. Profesor Asociado Administración Financiera FCE UBA. Profesor Titular Planeamiento y Control Financiero Posgrado Especialización Financiera FCE UBA. Profesor Titular Administración Financiera, Mercado de Capitales y Evaluación de Proyectos de la Universidad de Belgrano. Investigador Especializado y Categorizado en Finanzas en Centro de Investigaciones en Métodos Cuantitativos Aplicados a la Economía y la Gestión FCE UBA. Miembro activo de SADAF Sociedad Argentina de Docentes de Administración Financiera. Autor de libros de finanzas y estrategia. Director de AIDO Asistencia Integral para el Desarrollo Organizacional.

¹⁸⁷ Email del 9 de septiembre de 2013 del Doctor Gustavo Tapia.



El caso de opciones es particular y complementario al de FCF, dado que merituar si tiene valor para el vendedor alguna de las partes la oportunidad de ingreso, la ampliación, o el retiro, dependerá del tipo de negocio (pej si x investigación se logra un descubrimiento o invento en el negocio que se adquiere, por contexto por posibilidades de cambios normativos o comerciales, y de la convalidación de la contraparte con el diferencial de precio. Estos aspectos tienen menor objetividad y son por ende motivo de mayor discusión.

Cordialmente, GT

Consulta vía email al Lic. Jorge Armando Stern¹⁸⁸

Se contacto a través del Dr. Jorge Enrique Stern a su primo, el Lic. Jorge Armando Stern y se le formulo vía email la misma consulta que al Dr. Tapia, esta fueron sus respuestas en dos emails respondidos:

Estimado Matías¹⁸⁹:

Gracias por su mail. Estoy de viaje. Volveré a BA hacia fin de mes. Si podemos esperar, estaré más que encantado en contestar sus preguntas y aclarar algunos conceptos.

Permítame decirle que es muy importante, cuando uno se encuentra frente a una valuación de empresas familiares, limitar los paradigmas profesionales con los que podemos ingresar al tema. Me parece que primero, debemos clarificarnos si se trata de una "empresa de familia" o una "empresa familiar". Mas aun, creo que Ud está excluyendo en su planteo otro tipo de estructura como ser la de una empresa privada y sin relación familiar implícita (varios amigos que se unieron para desarrollar un proyecto que se convirtió en una empresa). Estas estructuras tienen algunos aspectos en común, más allá de cual sea su valuación o valuaciones.

Toda valuación puede supersimplificarse o en el otro extremo, pensar cuánto vale para quien. y esto último depende para que.

Bueno, si puede esperarme, será un gusto ayudar.

Cordialmente,

Jorge

Estimado Matías¹⁹⁰:

Con gusto le contestaré su mail. Deme las próximas 24 a 48 horas.

Si le parece, podemos reunirnos y charlar más sobre su tesis. Creo que deberíamos revisar los paradigmas sobre los cuales está Ud. basado, o el pensamiento que sigue, sean los

¹⁸⁸ Jorge Armando Stern. Licenciado en Administración (FCE - UBA); comenzó su carrera profesional en Unilever culminando como Director General de la División de Productos de Tocador, para luego continuar en Stani, liderando la negociación con Cadbury Schweppes Plc que adquirió la mayoría accionaria de Stani. Continuó con Cadbury Stani como Director General y CEO. Actualmente se desempeña como Profesional Independiente en el sector Alimentación y bebidas.

¹⁸⁹ Email del 15 de agosto de 2013 del Licenciado Jorge Armando Stern.

¹⁹⁰ Email del 8 de septiembre de 2013 del Licenciado Jorge Armando Stern.



transmitidos o extractados de la bibliografía existente o los propios (aquellos que uno lleva encima sin percatarse).

Adelanto algo sobre los últimos dos puntos:

- 1. No poseo esa información presentable en la manera que lo describe. Creo que una valuación se concluye con una sola cifra. La distribución de frecuencias y valores alternativos que la acompañan responderán a las consideraciones del caso.*
- 2. No soy de adherir a métodos correctos o incorrectos como única afirmación. Distintos métodos tienen variados méritos. Puedo adherir a una "verdad única" (y se lo explicaré oportunamente) pero me he encontrado que, en algunos casos, era yo el único que estaba convencido de ella...*

En uno o dos días intento acercarle respuestas a su mail.

Saludos,

Jorge A. Stern

Este contacto, derivó en una entrevista con el Licenciado Stern el día 18 de septiembre de 2013.

Transcripción de la entrevista con el Lic. Jorge Armando Stern

Parte 1:

Matias Caramés Stornini: Buenas tardes, ante todo, muchas gracias por recibirme y por su tiempo, mi nombre es Matias Caramés Stornini, soy Licenciado en Administración y estoy elaborando la Tesis del MBA que curse en los años 2011 y 2012 en la Facultad de Ciencias Económicas – UBA, cuyo temática son los Métodos y opciones para la valuación de empresas familiares.

En la actualidad me desempeño profesionalmente en una empresa mediana/grande, pero de estructura familiar que sufrió una escisión y posteriormente una venta. De esta y otras experiencias, surgió la cuestión de como valorar este tipo de emprendimientos.

La teoría actual e inclusive en una encuesta que hice a profesionales del ámbito finanzas en la red social LinkedIn, hablan como único método correcto el descuento de flujos de fondos.

Jorge A. Stern: la sumatoria de los flujos descontados.

Matias Carames Stornini: exacto, veo que en empresas familiares no se utiliza este método a pesar de que, para la teoría, es el único "conceptualmente correcto".

Jorge A. Stern: es lo que dice la teoría, no es ni siquiera el "debe ser".



De la correspondencia que tuvimos yo me quería juntar por varias cosas, primero te pediría que te olvides de lo que dicen los libros y, la experiencia que tuviste, que no es poca, la mayoría no la tiene y se expone a una adquisición. La realidad es la realidad y yo creo que la teoría debería tomar un poco de la realidad, para entenderla, sino es pura teoría que no sirve para nada, o sea, es teoría que sirve solo para la academia. Justamente, las disciplinas más técnicas, más científicas, deberían ser las que se instalan en la realidad.

Por eso, yo no descreería de la realidad, trataría de decodificarla. En otras palabras, un ejemplo que mi primo¹⁹¹ conoce bien: década del cincuenta/sesenta, había en Buenos Aires una cantidad de bares donde se juntaban comerciantes; en Flores, en Once, pero, eran hordas de gente saliendo a la calle. La gente decía:

- bueno no, están jugando al domino, juegan al truco

Estaban haciendo negocios y me acuerdo con un ex colega mío y compañero de estudio y además, un tipo muy disciplinado que venía de una empresa familiar de Misiones me decía:

- Jorge, cuando estos tipos toman una decisión, la tienen mucho más elaborada que nosotros, lo único que la tienen elaborada en las *tripas*¹⁹², pero los numeritos lo hicieron todos

Yo te diría, es verdad, pero como muchas cosas en la Argentina con el tiempo se deterioran bastante; ejemplo: en el año 2000 yo estaba estudiando un proyecto de inmuebles con mi mujer, y nos dijeron que el subte iba a llegar, etc. Pero evaluamos: no hagamos caso de esto porque nos lo decían de la agencia municipal y esto es Argentina, que la conocimos desde que tenemos 18 años a hoy con algunos "espasmos" de "aparente estabilidad", el 1 a 1, austral, y antaño, lo que uno escuchaba de las generaciones anteriores, algo así como unas "vacaciones" entre dos inflaciones.

Mirando esa realidad empezamos a evaluar. De construcciones entendía lo que era un ladrillo, la mano de obra y la arena, por decir la cosa básica. Entonces buscamos un arquitecto: no podíamos encontrar nadie profesional. Título tenían, pero no podíamos encontrar a alguno que tenga el modelo tal que te costea hasta el último ladrillo. Nos decían:

- El costo lo da la Cámara de construcción: \$500 el metro

Otros decían:

- 600 dólares el metro.

Y vos decís: es verso, ¿Quiénes son los profesionales?.

Finalmente encontramos gente que podía hacerlo, donde el principal era un contador del UBA, un poco mayor que yo que fue dedicándose a eso de construir y juntar inversores.

Cuando le decíamos (a los anteriores) lo que queríamos, nos contestaban:

- Pero ustedes razonan como una multinacional.

No, razonamos como hay que razonar, queremos saber todos los costos y después queremos monitorearlos.

No existía o no encontrábamos, por lo menos a nivel medio porque creo que las grandes constructoras deben tenerlo, alguien que calcule los costos íntegramente. Finalmente encontramos a este contador y lo que nos gustó es que el arquitecto, en realidad era

¹⁹¹ Su primo, el Doctor Jorge Enrique Stern, es quien me contactó con el Licenciado Jorge Armando Stern.

¹⁹² "Tripas" modismo por "dentro de uno". [Nota del Autor].



ingeniero civil, el que estaba en la obra, cuando venía a las reuniones le mirabas los zapatos y estaban llenos de polvo; o sea, o es un roñoso o en realidad "vive la obra".

En estas latitudes estos son indicadores importantes y tan técnicos como los otros, o sea, te pueden validar un numerito, aunque detrás de un numerito puede haber una gran mentira. Te lo digo para destrozarse algunos conceptos técnicos que no son tan ideales ni tan cerraditos.

Volviendo a la obra, el que me ayudaba era un ex director de finanzas mío que estaba como consultor independiente y lo contraté para eso. Les decía a los constructores que estaban los derechos de obra, a lo que ellos le contestaban que eran minucias, el les decía que lo dejen tomarlo. Cuando terminé de tomar todo, el margen de utilidad era mucho más flaco de lo que decía cualquiera.

Nos daba un 13% sobre precio de venta en dos años, pero de ese 13%, 8% correspondían a la valorización del terreno y 5% al valor agregado de la obra en sí. O sea el delta de toda la operación era 5%, entonces decidimos no hacerlo. Mientras tanto hablábamos con distintos arquitectos y uno muy senior nos pedía las ecuaciones porque nos comentaba que sus inversores se vivían quejando de que la rentabilidad no era la prometida.

Vos decís, ¿Cómo se produce este hecho donde la valorización del terreno es mayor al valor agregado? Y este es un fenómeno que no se da en otros países pero sí en la Argentina: donde no hay crédito hipotecario, las propiedades se venden cash, los ladrillos son unos de los refugios donde se puede ahorrar especialmente cuando me acorralan, la gente sigue creyendo los ladrillos valen siempre, la historia mostro que no, pero la gente cree eso y lo que vale en la economía es lo que la gente cree, entonces vos ves que cada vez se vende menos, pero los precios siguen subiendo, el día que la realidad se instale, todos los calculitos hechos, tiralos por la borda, porque no está tomado bien el riesgo.

Esto es lo para citarte el tema de la realidad y lo que uno puede decir de la teoría y las técnicas que uno tiene a mano.

Una valuación termina en un solo numerito, esto es lo que vale una compañía. Uno dice:

- ¿Para quien vale?
- Bueno, para mí que soy el técnico.

Ok, eso no vale nada, puede valer distinto para uno que para otro.

La suma de flujos de fondos descontados es una solución muy inteligente para llegar a un acercamiento, ¿Qué quiere decir? No tomo las ganancias, porque las ganancias pueden ser muy tramposas: puede haber generado ganancias porque hizo una reestructuración atómica y baje mi punto de equilibrio, pero por ahí es tan fuerte que en dos/tres años me vuelve a inflar la estructura ya que se resiente el servicio.

Vos miras eso y decís:

- Claro, aumento el valor de la compañía

Si estoy planeando venderla sí, sino me puede afectar a las ventas.

Y uno dice:

- En esas circunstancias, ¿Es buena o mala la valuación?

Y no, es solo un acercamiento a la realidad. Uno debería tomar los últimos tres a cinco años y luego ver las proyecciones, pero no en base a los tres a cinco años, sino en base a lo que uno tiene en el plan, y esa es la valuación que yo hago de mi empresa.



Los últimos tres a cinco años puede haber una tendencia para arriba, una tendencia para abajo, una tendencia para arriba y para abajo, o sea el promedio es solo un numerito, no tiene contemplado las distintas variables, es una cosa dinámica y lo convertís en algo estático.

Las proyecciones tienen por lo general la forma de un palo de hockey, van para abajo y después hacia arriba, pero si algo aprendí que antes de ir para arriba hay que estabilizarlo y después recién podés pensar ir para arriba. Estoy hablando siempre de ganancias y ahora te voy a decir porque.

Si suben las ganancias, eso puede ser porque suben las ventas, bajan los costos o una combinación de los dos. Si se ven estos fenómenos en una valuación uno tiene que prender las luces de alerta. A veces, en mi antiguo trabajo, queríamos comprar alguna compañía y nos comentaban:

- Nosotros vamos a invertir esto y aquello.

¿Y por qué debo incluir lo que vos pensás hacer en mi valuación?

Además, si la compro, yo voy a poner esa inversión, no vos, por lo cual, no se si es correcto incluirla en la valuación.

Si en cambio me dicen:

- Este es el portafolio de productos y esta subiendo de esta manera.

Yo puedo proyectar igual, un poco mas arriba o un poco mas abajo, es mas, se podría proyectar el mercado o industria; los grandes popes de las inversiones aconsejan no comprar acciones individuales de las compañías, sino un categorías de una industria que esta creciendo, entonces si una empresa va para abajo, otras la compensan.

Por eso, como te decía al principio, importa quien esta evaluando la compañía, por ejemplo, yo negocié la venta de una de las empresas donde trabajé. Estábamos en una situación ideal porque hubo dos oferentes espontáneos.

Yo con mi financiero nos preguntábamos:

- Bueno, ¿Qué es lo que le interesa a cada uno de ellos?.

Uno tenía un producto que nosotros no comercializábamos y ellos no tenían, en Argentina, lo que nosotros comercializábamos, pero nosotros teníamos los clientes. Esto trae lo que se llaman Hard Sinergies, por ejemplo; no me quedo (cuando fusiono) con las dos fuerzas de venta sumada, me quedo con 1,2 del tamaño de la fuerza de ventas original. Eso es lo que pensábamos nosotros, ellos pensaban que tenían que tener una fuerza de ventas mas grande porque sus productos no eran conocidos, a mi me interesaba que pensasen que podían ser mas agresivos.

Si uno pudiese juntar las fabricas, empezaría, por ejemplo, por bajar seguridad, después los porteros, etc., hay un montón de cosas que se ahorran y son ahorros concretos, pero acá hay sinergias, con las dos empresas cubriste el 95% de las categorías, ahora tenés un poder de fuego enorme. Podemos tener algunos éxitos comerciales mas, podemos expandirnos en algunos sectores con mas seguridad, ya que ahora somos mas grandes. Son las que llamamos sinergias comerciales.

La disciplina que teníamos en esta compañía con respecto a las adquisiciones es que las sinergias duras las tomábamos al 100% a la hora de valuar un negocio.

Las comerciales a veces nos salieron bien (al valuarlas) y a veces nos salieron mal, entonces tomemos la mitad o un tercio del valor. Y vos decís, pero eso, ¿Cuan científico es? Esta basado en la experiencia, a veces real: hay compañías que compran cincuenta otras compañías al año, entonces pueden tener estadísticas. En cambio otras sin tanta experiencia pueden ser mas agresivas o mas cautelosas y las valuaciones cambian, por



eso las valuaciones se reducen a un número y esto es un paradigma, paradigma no es que esta mal, cuando no entendés cuales son las limitaciones, tenés que llegar a algo porque "las paredes se mueven y el piso también".

Estos son condicionamientos para llegar a una valuación. Cuando, por ejemplo, uno contrata un Banco para la valuación, este toma las variables, hace los cálculos, pum!..., esto no es así, hablas al dueño y este te saca de la cancha, especialmente en empresas familiares.

Habiendo dicho todos estos condicionamientos y volviendo al tema, que le interesaba a la compañía que quería comprarnos y que nos interesaba a nosotros. Ellos podían pagar mucho mas, ¿Por qué? No por los múltiplos, porque cualquier generación de cash nuestra, en esa compañía es mucho mas.

Era la primera empresa que compraban en Latinoamérica, era el arranque. Entonces les decimos, si ustedes aceptan lo que nosotros estimamos acerca del crecimiento que pueden tener aquí mi número es xxxx, a ver que te da a vos. Y para ellos puede ser otra cosa, ejemplo; Argentina tiene un riesgo país de tantos puntos, la tasa de descuento (para la compañía extranjera) es muy superior a la del local, el local dice yo tengo una tasa descontada que es vivir acá.

Cuando en los noventa comenzaron las privatizaciones, la tasa que tomaron los chilenos para invertir acá fue muy baja, es como si dijeran somos Latinoamérica, también, conocemos de esto, los gringos no saben, entonces ponen tasas muy altas y en algunos casos entraron y pagaron fortunas, se equivocaron fiero y la Argentina se lo demostró después.

Matias Carames Stornini: Se fueron muchas empresas chilenas, conocí el tema trabajando en un Banco a fines de los noventa, atendíamos empresas chilenas que terminaron vendiendo o mal vendiendo todo.

Jorge A. Stern: Si, quedaron unas pocas. Yo lo que quería transmitir es que no hay una verdad absoluta, sino que interés tiene cada uno.

Por ejemplo, en el mundo de las compañías de ambulancias se vende el per cápita, cuantos suscriptores tienen, tanto valor. En telefonía se ha vendido así y hay que ver cual es el punto de equilibrio de un suscriptor, quizás dura dos años, entonces la pregunta ahí es: ¿cual es el tiempo que dura un suscriptor?

- No! Son fieles en un 80%.
- Bien, y el otro 20% como es? Si es una distribución de frecuencia, una gaussiana, hay que ver TODA la campana, no solo la media; ¿Por qué la gente se va?, ¿Por qué la gente viene?

Me acuerdo que en un momento yo estaba en el negocio de las margarinas y estábamos en una compra, teníamos al dueño del otro lado y nos decía:

- Piense lo que vale esta compañía para ustedes, ese es el precio.
- Ok, es lo que vale para mi patrón, pero no es lo que le vamos a pagar a usted, le vamos a pagar menos, porque sino nos quedamos así como estamos. Si el flujo de fondos descontados del diez años mas el residual me da tanto, no te lo voy a dar a



vos, eso es lo que me conviene a mí, entonces, ¿Cuánto vale esa compañía en el mercado?

- Bueno, flujo de fondos descontados con el volumen actual.
- ¡Pero hay una inercia!
- OK, toma la inercia, ¿Cuál es el crecimiento por la inercia? No puede ser 10% por año, será por ejemplo, el crecimiento de la población.

Ok, de ahí todo normal, mismo market share mismo todo, ahora vengo yo y pongo mi tecnología, que la traigo de otro lado, mis marcas, que las traigo de otro lado y pongo mi inversión, que la traigo de otro lado, ya sea prestada o propia y esto es lo que me va a agregar un 20% de crecimiento al volumen y un 40/50% bottom line, entonces cuando entras a mirar así, esta es mi valuación, lo que quiero de esta empresa y esto es lo que la empresa vale, es lo que vale para mí y es lo que debería ser lo que vale para el contrincante. Ahora, si este sabe lo que vale para mí, puede decir:

- ¿Sabe qué? Yo quiero un premium por lo mío, usted va a poder duplicar sus ganancias, etc., quiero el 20% de eso, es decir quiero un 20% de premium sobre mi precio, el precio de mercado.

Y si el otro realmente quiere entrar o si compra ese market share, domino el mercado, que se yo, como cuando Colgate compró Odol: acá el que dominaba era American Home Products que tenía Kolynos, y que después Kolynos fue a Procter & Gamble, entonces un contrincante importante. Colgate es realmente para mí una compañía para sacarse el sombrero, un CEO que estuvo como veinte años que se llamaba Reuben Mark, jubilado hace poco, armo una compañía que vos decías la van a hacer puré entre la Unilever y la Procter en el mundo; al contrario, mucho más internacionalizada, mucho antes, en el volumen y las ganancias que la Procter. Las dos americanas, pero la Procter tenía un mercado gigantesco, un share gigantesco en los Estados Unidos, el mercado más grande del mundo, y Colgate competía y competía pero en mercados donde pudieron crecer, muy inteligente, tenía una empresa mucho más abarcativa.

Matias Carames Stornini: mucho más diversificada en el mercado.

Jorge A. Stern: sí, más diversificada, pero no queriendo inventar cada día un producto nuevo sino entrando cada día a un país nuevo, con lo que con situaciones como ahora, el mundo desarrollado se vino abajo, el mundo emergente se va para arriba; estamos balanceados, ahora se dio vuelta otra vez; seguimos balanceados..., como inversor yo diría:

- Esta compañía es mucho más interesante.
- ¿Porque?
- No se si gana mucho, ¡Pero gana seguro!

Bajar el riesgo ya te aumenta el retorno sobre la inversión, conceptualmente, que se va a ver en los números.

Entonces, volviendo a esto la evaluación del que tiene la compañía para vender y la evaluación del que tiene la compañía para comprar, tienen que haber diferencia, sino no hay una diferencia no tiene sentido, es el punto de indiferencia, por definición.

Entonces vos decís:

- Bueno, pero el otro no sabe cuáles son mis planes.



OK, pero esta el precio de uno y esta el precio del otro, pero el otro *percibe* que vos vas a hacer mucha mas plata y quiere una parte de eso y eso es el Premium que se paga en la bolsas del mundo, en la empresa o en transacciones privadas: se paga algún premium hasta para obtener la mayoría: yo compre un 20% de una compañía, luego compre otro 20, el próximo 11% para llegar al 51% me va a costar mucho mas, porque estoy comprando el derecho a la mayoría:

- ¿Y es importante Jefe?
- Depende...

Si uno esta con legislación americana, el que tiene mas de un 5% tiene derecho a tener un director, que puede hablar, puede gritar y tiene derechos, los derechos de la minoría. En la Argentina es mucho mas pobre, acá el que tiene el 51%, manda. Además los directores no pueden pasear por la compañía, los directores por la ley de Sociedades Anónimas¹⁹³ solo tiene voz y voto dentro de las reuniones de directorio, afuera..., ni pisan.

- ¿Y como era que el Director de Fianzas mío y el Director de Marketing firmaban y tomaban decisiones?

Porque el Presidente le delega a través de poderes legalizados ante Escribano esa potestad, entonces vos tenés un tipo que a la vez es Director y es Ejecutivo: doble rol.

Ahora esta empezando a cambiar en Argentina a través de los acuerdos de accionistas, donde se establece que, por ejemplo, por tal o cual decisión de inversión, todos tenemos el mismo voto, no proporcional a las acciones, tiene que ser unánime.

Todo esto entra en lo que es una valuación, ahora, vos le pedís a un Banco y el Banco es número uno en hacer numeritos

Mi primo muchas veces me invita a charlas en la Maestría o a veces en charlas en otras Universidades y creo que el tema valuaciones es un tema muy interesante pero que en Argentina se conoce poco. Por ejemplo, uno va a vender una compañía, porque tiene mucha deuda y no la puedo manejar, porque quieren hacer cash, etc., vendo una porción, una mayoría o, vendo todo. Hay muchas razones para las cuales vender y en esas razones no entra el calculo fino, hay cosas emocionales y, en empresas familiares es tan importante como lo otro.

Matias Carames Stornini: Coincido con usted, tengo un caso de una escisión en la cual una de las partes cedió mas del 50% de la empresa con tal de sellar un acuerdo rápido.

Jorge A. Stern: Hay una cosa muy interesante de esto porque uno dice *es emocional*, pero dejame poner una parte racional: cuando no se ponen de acuerdo, dos socios, lo primero que se deteriora, además de la relación entre ellos, es el negocio, el foco pasa a ser otro, a ver si se comió mi factura, si no, etc.

Muchas veces esposas, esposos, hijos ya grandes, intervienen, entonces muchas veces lo mas sano es, ok, terminemos rápido y vamos a ganar en paz.

Y uno dice:

- Esto es solo en compañías que no cotizan en bolsa...
- ¿Ah no?

Veamos un caso, Johnson & Johnson en Estados Unidos, uno de los viejos Johnson, que quedaba vivo y era el gran patrón, vivía solo y lo atendía una mujer polaca que era su

¹⁹³ Se refiere a la ley 19.550 de Sociedades Comerciales, Op. Cit. [Nota del Autor]



enfermera y el mayordomo era polaco amigo de esta última. Cuando él murió, le dejó la mayor parte de las acciones a la polaca, los hijos legales comenzaron a armar lío tremendo. Y es una empresa grande que cotiza en bolsa.

Volviendo al tema de las valuaciones, todo va alrededor de los cálculos que puedan hacer del flujo de fondos descontado; una manera de acercarse es hablar de las ganancias, pero ¿Sólo de las ganancias?

Mira en las grandes corporaciones se habla de Operating Profits, que es algo así como el margen bruto después de algunos cálculos, no es antes de los gastos fijos y en los gastos fijos no hay que incluir los gastos de una sola vez, pero en las grandes corporaciones tenés reestructuraciones cada tres años, entonces no es tan fijo. Como aprendí de un director de finanzas en la Unilever "No hay gastos fijos en las empresas, en el largo plazo son todos gastos variables", ¿Por qué? Porque hoy tengo la estructura para esta escala de negocio, si esto cambia, para arriba o para abajo, me cambia todo.

En realidad no todos los costos fijos son tan fijos ni los variables son tan variables.

Inclusive para la valuación, depende también la inversión fabril. No es lo mismo una industria que trabaja 7 por 24 que una que no, la inversión que necesita es enorme, como también depende de la cantidad de líneas de producto que tenga y la flexibilidad de producción, puede haber capacidad ociosa o no, si es más flexible te aumenta lo que vale esa empresa.

Vos querés centrarte en empresas familiares, pero tenemos que hablar de las otras; si la empresa cotiza en bolsa, la valuación te la da la bolsa todos los días, su capitalización de mercado. De todos modos, si quiero sacarla de cotización, voy a tener que ofrecer más que la cotización del día.

En mercados como los Estados Unidos es muy fácil, me tiran los siete millones de accionistas, busco al 30% mayoritario, casi siempre fondos de pensión y les ofrezco una prima sobre el valor. Como no están acostumbrados a ver esas primas lo más probable es que acepten, la única decisión que tengo que tomar es cuánto premium estoy dispuesto a pagar, la cosa es mucho más fluida.

Al contrario, yo me he encontrado acá con Gerentes Generales de empresas que te esconden al dueño.

Nuevamente, en las cosas personales, además de las emocionalidades como las que comentaste, existen otras mucho más fuertes, como el ego:

- La vendí, pero no sabes como lo mate con el precio!

Y vos le decís:

- Pero el otro hizo un negocio redondo.
- Si, pero mirá lo que me pago.

Que tiene que ver esto, los egos, sobre todo el desborde de los egos y acá en Argentina hay mucho; influyen mucho en las valuaciones.

Volviendo al inicio de los inicios, de vuelta: flujo de fondos descontados contra flujo de ganancias. Primero es muy importante la proyección y cuáles son los considerandos para definir la proyección, por eso, cuando yo estoy haciendo una evaluación, no puedo tomar la que me vende el otro, yo arranco, arranco solo. Entonces, la pregunta que hace mucha gente: yo voy a vender esta empresa (los Bancos lo hacen todos), ¿A quien se la puedo vender?



Primero vamos a ver a quien se la podemos vender; segundo, vamos a mandar a un grupo a ver a alguno de estos brokers grandes para que nos diga que hay en Estados Unidos y así se fue armando la venta: preparas el camino.

Ahora, ¿Vos entendés porque no flujo de ganancias y si flujo de fondos descontados? El flujo de fondos tiene en cuenta las inversiones, sean para mantenimiento o para expansiones, entonces hay que ver la CAJA.

Cuando doy a charlas en la facultad sobre como se maneja una empresa en momentos turbulentos o de crisis, le pregunto a la tropa:

- ¿Cuál es la clave de la supervivencia de la compañía?

Las respuestas van desde el marketshare, la cantidad de años de utilidades sobre cotización (el price earnings) y un montón de otras cosas y la realidad esta escrita en la ley de quiebras, es la capacidad para honrar las obligaciones: no las puedes honrar, convocatoria, vas a la quiebra, te rematan todo, entonces, ¿La supervivencia cual es? La CAJA, el cash flow, el flujo de origen y aplicación de fondos. Puedes estar ganando mucha plata, pero si no la realizas porque diste crédito a todo el mundo; cuando querés reponer, el precio es otro y aunque tengas un margen considerable, ahora tenés un capital de trabajo que se erosiona continuamente.

Parte 2:

Jorge A. Stern: Retomamos, esto es como en el mundo de las inversiones; "hay una verdad y todo el mundo habla de la verdad y..., te puedo hacer una analogía? Vos conoces como se hace una portafolio de inversiones? Una parte cash, una parte es renta variable, otra es renta fija, que nunca es fija, porque además puede cotizar para arriba o para abajo, lo único fijo es el flujo de fondos.

En la cadbury trajeron una "embajada de expertos" de la city de Londres y pintaban una compañía totalmente diferente a la que yo conocía y cuando se lo comento al jefe de Londres me dice: "Georgie!, the analysts has never, ever work in a company!"

Una compañía en la Argentina es totalmente diferente a la misma en otro país, acá tenemos los vaivenes propios de la economía. En el 2002, cuando anuncian "default de la cosa", decíamos,

- "que hacemos?, que tenemos que hacer?"

- Y..., las ventas suspende

- Como suspendé????!!!

-Hasta que no sepamos los números, no podemos vender, a que precio vas a vender?

Tenemos que tener precio, cual es el stock en el comercio, saber cosas antes de actuar.

Pero volviendo al valor base, ese valor base, es un acercamiento a la realidad, una "base" para poder hablar con algo mas de propiedad. Y en toda esta ecuación como en países normales, la tasa de descuento es muy baja, digamos; menos del 5%?, después de 10 años de la proyección de los cuales 5 pueden tener algún sentido de la realidad, los otros 5 con el nivel de competencia y de cambio de tecnología en el mundo no se si es tan valido, pero OK, tendrán una variación mayor..., nadie lo calcula, se arma un escenario central, el pesimista y el optimista, pero no poniendo un 10% arriba y un 20% abajo, tiene que haber una explicación de conceptualmente que son los distintos escenarios.



En el 2001 habíamos armado escenarios y le habíamos puesto nombres para que de afuera entendiesen, y en realidad, se venía venir lo que se vino, en la calle, en todo; mira en las golosinas le tenés que pegar a la moneda, un peso, dos pesos, 50 centavos, porque tenés que hacérsela fácil al kiosquero, sino vendes muy poco, entonces, tenés que pensar, cual va a ser la inflación, cuales son las monedas y empezar a desarrollar productos para esas monedas, concepto, que mucha gente se te queda mirando como diciendo "que sabio" y es en realidad supervivencia.

De vuelta, la estrategia del corcho era porque, porque si vos manejas una compañía marketinera pero desde el cash, desde el flujo de fondos, uno tiene una aplicación de fondos mucho mas eficiente porque esta pensando en eso y no es la resultante de "y el plan que traen ustedes mira lo que nos trae; este es el flujo de fondos". Vos lo miras y decís:

- esto no es seguro
- No, pero el dueño es millonario!
- No tiene nada que ver, el que la gano y la saco no quiere volver a poner y sacar, poner y sacar, si ya la saque la saque, esto tiene que seguir funcionando.

Y eso es una consideración que no esta en los libros. Ahora, hace a una valuación?, no, pero lo tenés que conocer, por ejemplo, tomas los últimos cinco años; nominales o reales? Tenés que tomar lo real y tomar lo real es tomar la inflación o dolarizar el flujo de fondos. Pero cuando vos estas asi y en un año la diferencia entre el negro y el blanco pasa del 30% al 60% vos decís:

- Ok, cual es el dólar para ajustar?

Y muchas multitis toman el oficial, porque cuando importan lo hacen al precio oficial y cuando exportan también lo hacen al valor oficial.

Y vos decís:

- Cuan real es eso?
- Y, habría que evaluar cual es el impacto el día que haya una devaluación fuerte.

Matias Carames Stornini: Pero es su realidad.

Jorge A. Stern: exactamente, es su realidad, y la otra es su capacidad de transformar lo que esta en el medio, el capital de trabajo, pero no cualquiera, sino los stocks, en proceso o terminado o materia prima, si eso lo pueden poner al precio del día o no. Si hay que venderlo a precio histórico por algún decreto o algo, fuiste.

Pero, volviendo a esto, el flujo de fondos descontados por el flujo de ganancias tiene un montón de ingredientes que te deja ver la capacidad que tiene el negocio para generar "money", concreto que podría repartir entre los accionistas como dividendos o podría ser reinvertido por los accionistas como inversiones futuras que es lo que se aprueba en el balance anual y en el presupuesto para adelante. Por eso me parece mucho mejor el flujo de fondos descontados, pero en el flujo de fondos descontados entran tantas variables, por ejemplo, los primeros cinco años son mas previsibles, los segundos son mucho mas difíciles. Y después que queda? El valor residual que es un paquete enorme en cualquier ecuación, salvo que tenga 30% de descuento por año. Si o tenés en ese valor, perdiste, pero si lo tenés a valores internacionales de hoy, por ejemplo, 5%, lo que sucede es que este (el valor residual) es el monto mas grande actualizado y eso te mueve la valuación porque el residual es enorme, pero estas hablando del año once en adelante.



Matías Caramés Stornini: es futurología pura!

Jorge A. Stern: es futurología pura, entonces uno debería aplicar un factor de descuento diferente para los primeros cinco años, otro para los cinco años y otro para el residual. Y eso no está en ningún lado, en ningún libro y nadie lo hace. Y yo creo que es una falencia. El modelo de valuación tiene una cantidad de ingredientes que a mí me hace decir que no es lo único que hay.

Cuando uno está haciendo una valuación tiene que fijarse también donde lo está haciendo, no es lo mismo Nigeria que Argentina que Estados Unidos.

Matías Caramés Stornini: Estoy de acuerdo, lo que también me pasó en este proceso es que en mi búsqueda de una metodología objetiva para valorar empresas, veo que hay muchas variables que intervienen y hacen casi imposible esta objetividad.

Jorge A. Stern: Sí, y en el caso que vos tomas, las empresas familiares, la emotividad es muy grande.

El tema de las valuaciones arranca con que primero tiene que estar el numerito mágico, ¿cuál? Uno tiene la parte técnica, pero luego surgen las distintas consideraciones, como por ejemplo, si se toman tasas diferenciales o no, el tamaño del residual, etc., pero esto lo pueden ver los grandes bancos, etc., acá tenés el tema de las emocionalidades y te lo puede decir un psicólogo, el tipo que es obsesivo, maniaco, etc., cada uno tiene distintas conductas, es todo lo que yo llamo tema cultural, yo tengo no una teoría pero sí una aproximación, y es que las empresas tienen buenos o malos resultados en base a la cultura organizacional, y la cultura organizacional no quiere decir "y nosotros creemos en tales valores", no, eso es patria, la cultura organizacional es una cultura en la cual, todo el mundo mira hacia el mismo lado, te voy a dar un ejemplo, es muy común en las grandes multinacionales que cuando no llegan a un resultado, cortan la publicidad, cortan este programa, cortan lo otro y, la gente, la generación más joven dicen:

- Y lo que pasa es que esta empresa siempre mira el corto plazo...

Y la respuesta mía es:

- Si no miras el corto plazo, quizás no llegas vivo al largo plazo...

Entonces, de muchos cortos plazos, uno consigue un largo plazo, tenés que poner que ambiciones tenés en el corto plazo para que el corto no comprometa el largo y esto hace a la sustentabilidad, palabra muy en boga, mal usada y que nadie sabe lo que es.

Y esto tiene que ver con valuaciones porque la "deuda oculta" que puede tener una empresa por un mal manejo puede ser monstruosa.

De nuevo, lo que importa, en valuaciones, es la realidad, y esta puede ser elusiva. El que quiere vender tiene que saber "que tiene" antes de la valuación.

- Y tengo este activo, este otro...

- No, no, quiero saber lo que está afuera del balance, a ver, donde está la misión y la visión?

Bueno, charlemos sobre eso, traigamos un experto y veamos, porque si se la vamos a querer vender a alguien vamos a necesitarlas. Otra, los managers deben saber hablar en inglés aunque sea básico, ¿por qué? Porque muestra el esfuerzo de ese management. Cualquier empresa que quiera comprar va a querer entrevistar al management, entonces vos usas la valuación como punto de referencia.



Por ejemplo, conocí un caso en donde a una empresa mexicana comprada la llenaron de americanos que casi la funden, la saco a delante un brasileño que puso management mexicano. Tanto el brasileño como sobre todo los mexicanos "conocen el paño" por distintas razones y ello es mas importante que la valuación, en realidad, le da sentido a la valuación, a ese numerito que surge de la valuación. Y sobre todo lo que importa no es si todos los gerentes son brillantes, sino como interacciona ese equipo y eso le puede dar mas o menos veracidad a la serie numérica que es una valuación.

En el fondo, los numeritos deben reflejar conductas y subconductas futuras, si no reflejan eso, no te van a servir, no va a servir para nada!

Hay una sola forma de acercarse al tema, el tema es elusivo, lo que vale para uno no vale para otro, la clave de la valuación finalmente es la negociación, el flujo de fondos descontados es una herramienta para llegar a eso. Vos tenés que saber (siendo vendedor) que va a hacer el comprador con la compañía, porque si la va a multiplicar por dos, por tres o por cuatro, le podes pedir un Premium, pero..., y cuanto de Premium?, es emocional, es como el empresario..., tiene la muñeca. O como hacíamos con mi financiero, agregar valor dando información relevante, por ejemplo, compro esta maquina, le digo al contable, amortízala en un año, porque? Porque pago menos impuesto.

- No, esto no se puede...

- Bueno, pero todos estos motores que compre con un 20% de descuento, para mantenimiento, etc., si, lo cargamos ahora, no lo amortizamos.

Si bien una empresa, multi o no a comprar, podes cambiar una vez en la vida el criterio que usas, entonces, si preparas la empresa para vender, uno dice;

- bueno, vamos a tratar de que la valuación de el mayor valor, vamos a hacer que esta empresa valga mas.

Por eso, yo digo, una empresa que quiere vender va a ver un Banco o un abogado, nunca un marketinero, porque no hay muchos maketineros que entiendan que vender una empresa es como vender un producto, o vender una marca, mi empresa es una marca, pero no porque es conocido en el publico, a la gente que le interesa la empresa, esto es una marca, pero no para el consumidor, sino para este consumidor que compra y vende empresas. Cuando yo este enfocado ahí, tengo que hacer que mi valuación refleje eso.

Lo mismo con el tema de las amortizaciones, hay que conocer toda la parte legal y lo que se puede hacer porque hay mucha plata en eso.

Yo recuerdo un amigo al que le ayude a vender la empresa, nos llevo un año prepararla. Tu gente debe ser capaz de hacer una presentación en ingles aunque casi no se les entienda, lo que vale es el esfuerzo. Además deben tener una presentación multimedia, un PowerPoint con todo para mostrar lo que es esta empresa, todo esto hay que ver como se puede reflejar.

Si no hay tiempo, porque están quebrados, se murió este, etc., llama a un Banco y que te la liquiden, no vale la pena el esfuerzo.

Si hay tiempo, se puede hacer la preparación, que Banco entiende de posicionamiento de marketing, de propuesta comercial?

Las pregunta que nos debemos hacer: a quien se la vendemos?, Cual es el target? Quizás le tengamos que adicionar líneas de productos para hacerla mas atractiva, que vean el esfuerzo, quizás para nosotros no sirva, pero es problema de ellos, por eso es tan importante saber a quien se la vende, la valuación es parte de eso. Por un lado esta la



Tesis *"Metodologías y Opciones para la Valuación de Empresas Familiares"*
Autor: Lic. en Administración Matías R. Caramés Stornini
Director: Dr. Juan Carlos Alonso



valuación del mercado, con la técnica que se utilice, ahora bien, como hacemos para tener un Premium?

Hay que tener que tener cuidado, por ejemplo, nos concentramos en seis productos para hacerla mas atractiva..., pero puedes perder poder de fuego, de la fuerza de ventas sobre todo. Necesitas una nueva fuerza de ventas para ese nuevo escenario.

Bueno, Matias, mira, yo encantado de ayudarte, pensá en todo esto y si luego querés que tengamos otra charla, con todo gusto, mi mensaje es el siguiente, si existe una ecuación madre y no hay nada mejor, pero esa, tiene que estar mucho mas adornada que por gente que trabaja con eso, porque me parece que es muy primaria la forma en que se compran y se venden empresas. No es lo mismo Estados Unidos o Europa que Argentina, como no es lo mismo una multi que una familiar. Vos decís, no hay técnicos acá? Si, los hay, pero eso no quita lo que digo, el riesgo sube a medida que el tiempo pasa, como vas a aplicar lo mismo para todo como si estuvieses en Suiza? Veamos cual es nuestra realidad.

Matias Carames Stornini: Muchas gracias por su tiempo Licenciado Stern.



Anexo K: Encuestas a empresarios.

De las noventa encuestas relevadas durante el periodo 21 de octubre de 2013 al 20 de noviembre de 2013, serán tenidas en cuenta para el estudio ochenta y una de ellas, las nueve restantes han sido descartadas por los motivos indicados en la siguiente tabla:

Tabla XXIX: Encuestas anuladas

| Número de Encuesta | Motivo de anulación |
|--------------------|-------------------------------------|
| #2 | Incompleta |
| #16 | Incompleta |
| #26 | Incompleta |
| #27 | Incompleta |
| #28 | Incompleta |
| #38 | Incompleta |
| #41 | Incompleta |
| #52 | Entrevistado no comprendió consigna |
| #77 | Entrevistado no comprendió consigna |

Asimismo, se corrigieron otras encuestas en base a las respuestas dadas, sobre todo en el caso de los métodos utilizados, muchas veces se indicaba un método y la aclaración posterior describía otro u otros.

Dichas correcciones, están resumidas en la tabla ilustrada a continuación y corregido en rojo en las transcripciones de las encuestas.

Tabla XXX: Encuestas corregidas

| Número de Encuesta | Punto a corregir | Descripción | Dato Original | Corrección | Motivo |
|--------------------|------------------|---------------------|-------------------------------|---|---|
| #4 | P10 | Método elegido | Descuento de Flujos de Fondos | Balance (Datos Contables) | En P11 indica "Activos vs Pasivos" = Valor Contable |
| #5 | P10 | Método elegido | Balance (Datos Contables) | Múltiplos (Ej.: Multiplicar ventas por un número x) | En P11 indica "Promedio de prima anual de los últimos 36 meses" es un múltiplo del promedio de facturación |
| #5 | P13 | Ayuda Profesional | No | Respuesta solo si | En si indica motivo, en no aclara porque si |
| #9 | P10 | Método elegido | Otros (especifique) | Promedio de distintos métodos | En P10 Aclara múltiplos + balance |
| #11 | P9 | ¿Vendió? | No | Si | En P10 aclara que liquidó el negocio (Valor de liquidación) |
| #11 | P10 | Método elegido | Otros (especifique) | Balance (Datos Contables) | En P10 aclara que liquidó el negocio (Valor de liquidación) |
| #14 | P10 | Método elegido | Otros (especifique) | Fondo de Comercio | En P10 y P11 describe una valuación por Fondo de Comercio |
| #15 | P7 | Actividad Principal | Varios rubros | Múltiplos Negocios Minoristas | Debido a la gran dispersión de diferentes rubros en los que se desempeña o desempeñó el encuestado se consolida |
| #15 | P8 | Años en el mercado | (Ver motivo) | 5 a 10 | El encuestado tuvo varios comercios, se acordó tomar el mayor periodo de actividad |
| #15 | P10 | Método elegido | Fondo de Comercio | Balance (Datos Contables) | En P11 describe un Valor contable ajustado |



Tesis "Metodologías y Opciones para
la Valuación de Empresas Familiares"
Autor: Lic. en Administración Matias R. Caramés Stornini
Director: Dr. Juan Carlos Alonso



| | | | | | |
|-----|-----------------|---------------------|---|---|--|
| #21 | P10 | Método elegido | Otros (especifique) | Balance (Datos Contables) | En P10 describe un Valor contable ajustado |
| #22 | P10 | Método elegido | Promedio de distintos métodos | Múltiplos (Ej.: Multiplicar ventas por un numero x) | En P11 describe múltiplos |
| #23 | P10 | Método elegido | Balance (Datos Contables) | Múltiplos (Ej.: Multiplicar ventas por un numero x) | En P11 Indica "Por ventas y rentabilidad", se infiere múltiplos, pero necesariamente no es balance |
| #29 | P10 | Método elegido | Balance (Datos Contables) | Descuento de Flujo de Fondos | En P11 indica "Flujo de fondos Futuros" y en P12 "Inflación" como el motivo para usar ese método, se infiere que descontó los flujos |
| #30 | P7 | Actividad Principal | Varios | Múltiples Negocios Minoristas | Debido a la gran dispersión de diferentes rubros en los que se desempeña o desempeñó el encuestado se consolida |
| #30 | P10 | Método elegido | Promedio de distintos métodos | Ninguno | En P11 aclara "Breve análisis de mercado"; no es un método |
| #31 | P10 | Método elegido | Ninguno | Promedio de distintos métodos | En P11 describe los métodos que utilizaría |
| #35 | P10 | Método elegido | Otros (especifique) | Múltiplos (Ej.: Multiplicar ventas por un numero x) | En P10 Describe múltiplos |
| #36 | P10 | Método elegido | Otros (especifique) | Balance (Datos Contables) | En P10 describe un Valor contable ajustado |
| #37 | P10 | Método elegido | Balance (Datos Contables) | Promedio de distintos métodos | En P11 describe los métodos que utilizaría |
| #39 | P10 | Método elegido | Balance (Datos Contables) | Promedio de distintos métodos | En P11 describe los métodos que utilizaría |
| #40 | P10 | Método elegido | Otros (especifique) | Promedio de distintos métodos | En P11 describe los métodos que utilizaría |
| #49 | P11 en Adelante | Incompleta | (Ver motivo) | Aclaración | Están incompletos desde el P11 en adelante, el entrevistado no quiso completarla, se toma como válido P10 |
| #50 | P10 | Método elegido | Otros (especifique) | Ninguno | P10, Aclara "Tasador" |
| #60 | P10 | Método elegido | Fondo de Comercio | Balance (Datos Contables) | En P11 Indica "Con un balance" |
| #66 | P10 | Método elegido | Otros (especifique) | Promedio de distintos métodos | En P10 aclara Balance + Fondo de comercio |
| #68 | P10 | Método elegido | Múltiplos (Ej.: Multiplicar ventas por un numero x) | Promedio de distintos métodos | En P11 describe múltiplos y un valor estimado de fondo de comercio |
| #74 | P10 | Método elegido | Otros (especifique) | Promedio de distintos métodos | En P10 aclara Balance + Fondo de comercio |
| #75 | P10 | Método elegido | Otros (especifique) | Promedio de distintos métodos | En P10 aclara Balance + Fondo de comercio |
| #79 | P10 | Método elegido | Ninguno | Balance (Datos Contables) | En aclara "Balance" |
| #83 | P11, P12 y P14 | Incompleta | (Ver motivo) | Aclaración | Están incompletas las preguntas referidas, se toma como válida la P10 |
| #84 | P11, P12 y P14 | Incompleta | (Ver motivo) | Aclaración | Están incompletas las preguntas referidas, se toma como válida la P10 |



Debido a la gran dispersión de rubros (muchos de ellos combinados), varios encuestados contestaron múltiples respuestas, y con el fin de efectuar un mejor análisis, se consolidaron los rubros afines según la siguiente tabla:

Tabla XXXI: Encuestas: Rubros consolidados

| Rubro Original | Rubro Consolidado |
|--|---|
| Almacén alimentos y bebidas | Alimentos y bebidas |
| Industria Alimentos y bebidas/Gastronomía/Bares | |
| Industria Alimentos y bebidas/Venta comestibles | |
| Supermercados/Minimercados | |
| Gastronomía/Bares | Gastronomía/Bares |
| Explotación Agrícola | Explotación Agroganadera/Agroindustria |
| Explotación Agroganadera | |
| Explotación Apícola/Productor apícola y comercialización de productos y afines. Además otros productos alimenticios. Fraccionamiento, etiquetado, venta. | |
| Explotación ganadera | |
| insumos para el agro | |
| Composturas zapatos/indumentaria | Industria Textil/Venta Indumentaria y Zapatos |
| Industria Textil | |
| Industria Textil Venta/Indumentaria y zapatos | |
| Lavadero de ropa. | |
| Venta de Telas y Artículos de Blanco | |
| Venta Indumentaria y zapatos | Industria de la Construcción/Afines |
| Electrotecnia industrial - proyecto - automatización y mano de obra. | |
| Herrería | |
| Industria Construcción | |
| Mantenimiento, instalación y obra eléctrica. | |
| Venta de artículos de ferretería | |
| Venta Materiales de construcción/Ferretería | |
| Venta y colocación de vidrios y espejos. | |
| Venta y fraccionamiento de materiales de construcción para ferreterías. | |
| Industria Mueble y Servicios Profesionales | Turismo/Transporte |
| Transporte | |
| Turismo | |
| Turismo, Transporte de personal / de cargas generales en camionetas 4x4 y Apart Hotel | Grafica/Librería/Juguetería |
| Grafica / Diseño grafico | |
| Librería/Juguetería | |
| Librería/Juguetería/Rapipago. | Peluquería/Belleza/Perfumerías |
| Peluquería | |
| Perfumería. | |
| Servicios personales/ Salón de belleza. | |



| | |
|---|--|
| Comunicaciones | Comunicaciones/Locutorios/Medios/Mensajerías |
| Locutorio y Ciber | |
| Medios Periodísticos | |
| Mensajería | |
| Venta computadoras/electrónicos | Venta de cosas muebles/Durables |
| Venta computadoras/electrónicos, Instalaciones de Software de Gestión de Calidad y Equipamientos para Comercios | |
| Venta de cosas muebles por internet | |
| Venta de Electrodomésticos | |
| venta de Mercancías NCP | |
| Limpeza | Servicios informáticos y a empresas |
| Seguridad | |
| Servicios informáticos | |
| Enseñanza, clases particulares de programación y utilitarios Windows, diseño. | Servicios profesionales |
| Servicios profesionales | |
| Servicios profesionales y Representación Comercial | |
| Alquiler de inflables para fiestas infantiles. | Otros comercios y servicios |
| Fabricación objetos de vajilla y decoración en vitrofusión. (artesanal). | |
| Múltiples Negocios Minoristas | |
| Servicio reparación antigüedades - Venta Antigüedades | |
| Tienda de ramos generales. | |
| Venta Indumentaria y zapatos/Distribuidora de Bicicletas | |
| Kiosco de Diarios y Revistas | Kioscos/Diarios y revistas |
| Kiosco y Ciber | |
| Explotación ganadera e Industria Construcción | Otras Industrias |
| Industria Metalmeccánica | |



Transcripción de las encuestas¹⁹⁴

A continuación se transcriben las encuestas:

#1 COMPLETO

Recopilador: Web Link (Enlace web) **Comenzó:** lunes, 21 de octubre de 2013 6:47:44 **Última modificación:** lunes, 21 de octubre de 2013 6:50:15 **Tiempo destinado:** 00:02:30 **Dirección IP:** 190.210.54.2

PÁGINA 1: Datos Demográficos y de la Empresa

| | |
|--|--------------------|
| P1: Indique su sexo | Masculino |
| P2: ¿Qué edad tiene? | Entre 31 y 50 años |
| P3: ¿Cuál es el nivel de educación mas alto que ha recibido? | Universitario |
| P4: ¿Qué tipo de sociedad es su empresa? | Unipersonal |
| P5: ¿Con qué cantidad de empleados cuenta? | 1 a 5 |
| P6: Sobre la fundación de la Empresa, usted es | Hijo del Fundador |

PÁGINA 2: Datos de la Actividad

| | |
|--|---|
| P7: Actividad Principal (Puede especificar mas de una respuesta) | Otro (especifique) Insumos para el agro |
| P8: ¿Cuán antigua es su empresa? Años | 10 a 20 |

PÁGINA 3: Sobre la valuación

| | |
|---|---------------------------|
| P9: ¿Ha vendido/comprado/participado en una valuación de una empresa? | Si |
| P10: ¿Cuáles de los siguientes métodos utilizó o utilizaría? | Fondo de comercio |
| P11: ¿Cómo determinó en un primer momento su valor? (Si no ha vendido o comprado un emprendimiento, ¿Cómo lo haría si tuviese que hacerlo? Por las ventas del ultimo año | |
| P12: ¿Cuáles son los motivos por el cual elige o erigiría este método y no otro? Es el que maneja el mercado | |
| P13: ¿Buscaría ayuda profesional para la valuación? No. ¿Por qué? | no lo consideré necesario |
| P14: ¿Cuáles piensa usted son las principales variables que agregan valor a su empresa? Los clientes y la cumplimiento de los mismos. | |

¹⁹⁴ Las encuestas fueron transcritas tal cual se recibieron, no se corrigieron errores ortográficos de ningún tipo para dejarlas en el mismo estado original. [Nota del Autor].



#2 INCOMPLETO

Recopilador: Web Link (Enlace web) Comenzó: martes, 22 de octubre de 2013 8:33:02 Última modificación: martes, 22 de octubre de 2013 8:33:55 Tiempo destinado: 00:00:53 Dirección IP: 190.139.191.16

PÁGINA 1: Datos Demográficos y de la Empresa

| | |
|--|-----------------|
| P1: Indique su sexo | Masculino |
| P2: ¿Qué edad tiene? | Mayor a 50 años |
| P3: ¿Cuál es el nivel de educación mas alto que ha recibido? | Universitario |
| P4: ¿Qué tipo de sociedad es su empresa? | Unipersonal |
| P5: ¿Con qué cantidad de empleados cuenta? | Sin empleados |
| P6: Sobre la fundación de la Empresa, usted es | Fundador |

PÁGINA 2: Datos de la Actividad

| | |
|--|-------------------------|
| P7: Actividad Principal (Puede especificar mas de una respuesta) | Servicios profesionales |
| P8: ¿Cuán antigua es su empresa? Años | 10 a 20 |

PÁGINA 3: Sobre la valuación

| | |
|--|---|
| P9: ¿Ha vendido/comprado/participado en una valuación de una empresa? | <i>El encuestado omitió esta pregunta</i> |
| P10: ¿Cuáles de los siguientes métodos utilizó o utilizaría? | <i>El encuestado omitió esta pregunta</i> |
| P11: ¿Cómo determinó en un primer momento su valor? (Si no ha vendido o comprado un emprendimiento, ¿Cómo lo haría si tuviese que hacerlo?) <i>El encuestado omitió esta pregunta</i> | |
| P12: ¿Cuáles son los motivos por el cual elige o erigiría este método y no otro? <i>El encuestado omitió esta pregunta</i> | |
| P13: ¿Buscaría ayuda profesional para la valuación? | <i>El encuestado omitió esta pregunta</i> |
| P14: ¿Cuáles piensa usted son las principales variables que agregan valor a su empresa? <i>El encuestado omitió esta pregunta</i> | |

#3 COMPLETO

Recopilador: Web Link (Enlace web) Comenzó: martes, 22 de octubre de 2013 9:02:09 Última modificación: martes, 22 de octubre de 2013 9:05:44 Tiempo destinado: 00:03:34 Dirección IP: 200.1.117.9

PÁGINA 1: Datos Demográficos y de la Empresa

| | |
|--|--------------------|
| P1: Indique su sexo | Masculino |
| P2: ¿Qué edad tiene? | Entre 31 y 50 años |
| P3: ¿Cuál es el nivel de educación mas alto que ha recibido? | Universitario |



| | |
|--|-----------------------------|
| P4: ¿Qué tipo de sociedad es su empresa? | Sociedad Anónima |
| P5: ¿Con qué cantidad de empleados cuenta? | mayor a 500 |
| P6: Sobre la fundación de la Empresa, usted es | Otro (especifique) Empleado |

PÁGINA 2: Datos de la Actividad

| | |
|--|--------------------------|
| P7: Actividad Principal (Puede especificar mas de una respuesta) | Industria Metalmeccánica |
| P8: ¿Cuán antigua es su empresa? Años | mas de 30 |

PÁGINA 3: Sobre la valuación

| | |
|---|--------------------------|
| P9: ¿Ha vendido/comprado/participado en una valuación de una empresa? | No |
| P10: ¿Cuáles de los siguientes métodos utilizó o utilizaría? | Ninguno |
| P11: ¿Cómo determinó en un primer momento su valor? (Si no ha vendido o comprado un emprendimiento, ¿Cómo lo haría si tuviese que hacerlo? Por el valor en bolsa | |
| P12: ¿Cuáles son los motivos por el cual elige o erigiría este método y no otro? Por ser público y aceptado por la mayoría | |
| P13: ¿Buscaría ayuda profesional para la valuación? Si. ¿A quién consultaría y por qué? | A expertos en la materia |
| P14: ¿Cuáles piensa usted son las principales variables que agregan valor a su empresa? Calidad de productos y servicio | |

#4 COMPLETO [Corregida]

Recopilador: Web Link (Enlace web) Comenzó: martes, 22 de octubre de 2013 15:40:15 Última modificación: martes, 22 de octubre de 2013 15:48:33 Tiempo destinado: 00:08:18 Dirección IP: 190.55.216.14

PÁGINA 1: Datos Demográficos y de la Empresa

| | |
|--|--------------------------------------|
| P1: Indique su sexo | Masculino |
| P2: ¿Qué edad tiene? | Entre 31 y 50 años |
| P3: ¿Cuál es el nivel de educación mas alto que ha recibido? | Universitario |
| P4: ¿Qué tipo de sociedad es su empresa? | Sociedad de Responsabilidad Limitada |
| P5: ¿Con qué cantidad de empleados cuenta? | 1 a 5 |
| P6: Sobre la fundación de la Empresa, usted es | Fundador |

PÁGINA 2: Datos de la Actividad

| | |
|--|--|
| P7: Actividad Principal (Puede especificar mas de una respuesta) | Explotación ganadera, Industria Construcción |
| P8: ¿Cuán antigua es su empresa? Años | 5 a 10 |



PÁGINA 3: Sobre la valuación

| | |
|---|--|
| P9: ¿Ha vendido/comprado/participado en una valuación de una empresa? | No |
| P10: ¿Cuáles de los siguientes métodos utilizó o utilizaría? | Descuento de flujos de fondos [Balance (Datos Contables)] |
| P11: ¿Cómo determinó en un primer momento su valor? (Si no ha vendido o comprado un emprendimiento, ¿Cómo lo haría si tuviese que hacerlo?) Activos versus pasivos | |
| P12: ¿Cuáles son los motivos por el cual elige o erigiría este método y no otro? Simple y claro en lo financiero | |
| P13: ¿Buscaría ayuda profesional para la valuación? Si. ¿A quién consultaría y por qué? | contador - administrador de empresas con experiencia en sociedades |
| P14: ¿Cuáles piensa usted son las principales variables que agregan valor a su empresa? Activos, personal | |

#5 COMPLETO [Corregida]

Recopilador: Web Link (Enlace web) Comenzó: miércoles, 23 de octubre de 2013 6:07:15 Última modificación: miércoles, 23 de octubre de 2013 6:15:27 Tiempo destinado: 00:08:11 Dirección IP: 190.247.245.167

PÁGINA 1: Datos Demográficos y de la Empresa

| | |
|--|--------------------|
| P1: Indique su sexo | Masculino |
| P2: ¿Qué edad tiene? | Entre 31 y 50 años |
| P3: ¿Cuál es el nivel de educación mas alto que ha recibido? | Universitario |
| P4: ¿Qué tipo de sociedad es su empresa? | Unipersonal |
| P5: ¿Con qué cantidad de empleados cuenta? | 1 a 5 |
| P6: Sobre la fundación de la Empresa, usted es | Fundador |

PÁGINA 2: Datos de la Actividad

| | |
|--|-------------------------|
| P7: Actividad Principal (Puede especificar mas de una respuesta) | Servicios profesionales |
| P8: ¿Cuán antigua es su empresa? Años | 1 a 5 |

PÁGINA 3: Sobre la valuación

| | |
|--|---|
| P9: ¿Ha vendido/comprado/participado en una valuación de una empresa? | No |
| P10: ¿Cuáles de los siguientes métodos utilizó o utilizaría? | Balance (Datos contables) [Múltiplos (Ej.: Multiplicar ventas por un numero x)] |
| P11: ¿Cómo determinó en un primer momento su valor? (Si no ha vendido o comprado un emprendimiento, ¿Cómo lo haría si tuviese que hacerlo?) Promedio de Prima emitida anual en los últimos 36 meses | |
| P12: ¿Cuáles son los motivos por el cual elige o erigiría este método y no otro? Costumbre de mercado | |
| P13: ¿Buscaría ayuda profesional para la | consultora especializada |



| | |
|---|---|
| valuación? Si. ¿A quién consultaría y por qué? No. Si. ¿Por qué? [Respuesta es si] | poseen indicadores del mercado por encuestas realizadas |
| P14: ¿Cuáles piensa usted son las principales variables que agregan valor a su empresa? Servicio y atención personalizada | |

#6 COMPLETO

Recopilador: Web Link (Enlace web) **Comenzó:** miércoles, 23 de octubre de 2013 12:33:36 **Última modificación:** miércoles, 23 de octubre de 2013 12:44:33 **Tiempo destinado:** 00:10:56 **Dirección IP:** 190.17.134.11

PÁGINA 1: Datos Demográficos y de la Empresa

| | |
|---|--------------------------------------|
| P1: Indique su sexo | Femenino |
| P2: ¿Qué edad tiene? | Entre 31 y 50 años |
| P3: ¿Cuál es el nivel de educación mas alto que ha recibido? | Posgrado (maestría, doctorado, etc.) |
| P4: ¿Qué tipo de sociedad es su empresa? | Sociedad de Responsabilidad Limitada |
| P5: ¿Con qué cantidad de empleados cuenta? | Sin empleados |
| P6: Sobre la fundación de la Empresa, usted es | Otro (especifique) Socio |

PÁGINA 2: Datos de la Actividad

| | |
|---|--|
| P7: Actividad Principal (Puede especificar mas de una respuesta) | Venta computadoras/electrónicos Otros (especifique) Instalaciones de Software de Gestion de Calidad y Equipamientos para Comercios |
| P8: ¿Cuán antigua es su empresa? Años | 1 a 5 |

PÁGINA 3: Sobre la valuación

| | |
|---|---------------------------|
| P9: ¿Ha vendido/comprado/participado en una valuación de una empresa? | Si |
| P10: ¿Cuáles de los siguientes métodos utilizó o utilizaría? | Balance (Datos contables) |
| P11: ¿Cómo determinó en un primer momento su valor? (Si no ha vendido o comprado un emprendimiento, ¿Cómo lo haría si tuviese que hacerlo? A través de los Balances de la misma, o del valor nominal que figura en Estatuto Social en mi caso ese fue el valor de venta que yo utilice para vender mi parte de la sociedad. | |
| P12: ¿Cuáles son los motivos por el cual elige o erigiría este método y no otro? En caso fue el acordado con los socios Mayoritarios | |
| P13: ¿Buscaría ayuda profesional para la valuación? Si. ¿A quién consultaría y por qué? | Contador |
| P14: ¿Cuáles piensa usted son las principales variables que agregan valor a su empresa? En este caso la venta de los productos , la Cartera de Clientes y de Proveedores. | |



#7 COMPLETO

Recopilador: Web Link (Enlace web) Comenzó: miércoles, 23 de octubre de 2013 18:07:50 Última modificación: miércoles, 23 de octubre de 2013 18:24:44 Tiempo destinado: 00:16:54 Dirección IP: 186.56.212.220

PÁGINA 1: Datos Demográficos y de la Empresa

| | |
|--|--------------------|
| P1: Indique su sexo | Masculino |
| P2: ¿Qué edad tiene? | Menor a 30 años |
| P3: ¿Cuál es el nivel de educación mas alto que ha recibido? | Escuela Secundaria |
| P4: ¿Qué tipo de sociedad es su empresa? | Unipersonal |
| P5: ¿Con qué cantidad de empleados cuenta? | 1 a 5 |
| P6: Sobre la fundación de la Empresa, usted es | Hijo del Fundador |

PÁGINA 2: Datos de la Actividad

| | |
|--|---|
| P7: Actividad Principal (Puede especificar mas de una respuesta) | Otro (especifique) Venta de artículos de ferretería |
| P8: ¿Cuán antigua es su empresa? Años | mas de 30 |

PÁGINA 3: Sobre la valuación

| | |
|--|---|
| P9: ¿Ha vendido/comprado/participado en una valuación de una empresa? | No |
| P10: ¿Cuáles de los siguientes métodos utilizó o utilizaría? | Balance (Datos contables) |
| P11: ¿Cómo determinó en un primer momento su valor? (Si no ha vendido o comprado un emprendimiento, ¿Cómo lo haría si tuviese que hacerlo? En principio inventario de mercadería y si posee deudas con dichos proveedores y/u otro gasto. | |
| P12: ¿Cuáles son los motivos por el cual elige o erigiría este método y no otro? No conozco otro | |
| P13: ¿Buscaría ayuda profesional para la valuación? Si. ¿A quién consultaría y por qué? | Contador, creo que es el profesional correcto |
| P14: ¿Cuáles piensa usted son las principales variables que agregan valor a su empresa? Costo Precio de Venta Atención al público | |

#8 COMPLETO

Recopilador: Web Link (Enlace web) Comenzó: jueves, 24 de octubre de 2013 7:29:47 Última modificación: jueves, 24 de octubre de 2013 7:37:19 Tiempo destinado: 00:07:32 Dirección IP: 190.225.99.65

PÁGINA 1: Datos Demográficos y de la Empresa

| | |
|---------------------|----------|
| P1: Indique su sexo | Femenino |
|---------------------|----------|



| | |
|--|--------------------------------------|
| P2: ¿Qué edad tiene? | Entre 31 y 50 años |
| P3: ¿Cuál es el nivel de educación mas alto que ha recibido? | Posgrado (maestría, doctorado, etc.) |
| P4: ¿Qué tipo de sociedad es su empresa? | Sociedad de Hecho |
| P5: ¿Con qué cantidad de empleados cuenta? | Sin empleados |
| P6: Sobre la fundación de la Empresa, usted es | Hijo del Fundador |

PÁGINA 2: Datos de la Actividad

| | |
|--|-------------------------|
| P7: Actividad Principal (Puede especificar mas de una respuesta) | Servicios profesionales |
| P8: ¿Cuán antigua es su empresa? Años | mas de 30 |

PÁGINA 3: Sobre la valuación

| | |
|--|--|
| P9: ¿Ha vendido/comprado/participado en una valuación de una empresa? | Si |
| P10: ¿Cuáles de los siguientes métodos utilizó o utilizaría? | Promedio de distintos métodos |
| P11: ¿Cómo determinó en un primer momento su valor? (Si no ha vendido o comprado un emprendimiento, ¿Cómo lo haría si tuviese que hacerlo) Valuando activos tangibles e intangibles, facturación y posición de la empresa en el mercado | |
| P12: ¿Cuáles son los motivos por el cual elige o erigiría este método y no otro? Minimizar riesgos debido al valor de a información disponible | |
| P13: ¿Buscaría ayuda profesional para la valuación? Si. ¿A quién consultaría y por qué? | Especialista Consultor, porque tiene el know how apropiado |
| P14: ¿Cuáles piensa usted son las principales variables que agregan valor a su empresa? Una marca bien posicionada en la mente de los consumidores, productos y servicios de calidad y con precios equilibrados (relación precio-calidad), RRHH y proveedores comprometidos y responsables. | |

#9 COMPLETO [Corregida]

Recopilador: Web Link (Enlace web) Comenzó: jueves, 24 de octubre de 2013 8:55:36 Última modificación: jueves, 24 de octubre de 2013 9:05:23 Tiempo destinado: 00:09:46 Dirección IP: 181.26.38.187

PÁGINA 1: Datos Demográficos y de la Empresa

| | |
|--|--------------------------------------|
| P1: Indique su sexo | Femenino |
| P2: ¿Qué edad tiene? | Entre 31 y 50 años |
| P3: ¿Cuál es el nivel de educación mas alto que ha recibido? | Escuela secundaria |
| P4: ¿Qué tipo de sociedad es su empresa? | Sociedad de Responsabilidad Limitada |
| P5: ¿Con qué cantidad de empleados cuenta? | 11 a 30 |
| P6: Sobre la fundación de la Empresa, usted es | Fundador |

PÁGINA 2: Datos de la Actividad

| | |
|--|---|
| P7: Actividad Principal (Puede especificar mas de una respuesta) | Industria Alimentos y bebidas, Supermercados/Minimercados |
| P8: ¿Cuán antigua es su empresa? Años | 1 a 5 |



PÁGINA 3: Sobre la valuación

| | |
|--|---|
| P9: ¿Ha vendido/comprado/participado en una valuación de una empresa? | Si |
| P10: ¿Cuáles de los siguientes métodos utilizó o utilizaría? | Otro (especifique) [Promedio de distintos métodos] Sobre las ganancias del comercio lo multiplique por diez mas el capital se realizo la operacion |
| P11: ¿Cómo determinó en un primer momento su valor? (Si no ha vendido o comprado un emprendimiento, ¿Cómo lo haría si tuviese que hacerlo?) Evalua stock resultado de haberes y ganacia sobre facturacion | |
| P12: ¿Cuáles son los motivos por el cual elige o erigiría este método y no otro? me parece la ecuacion mas logica para vender | |
| P13: ¿Buscaría ayuda profesional para la valuación? Si. ¿A quién consultaría y por qué? | al contador de la empresa |
| P14: ¿Cuáles piensa usted son las principales variables que agregan valor a su empresa? Clientela, activos, y el nombre que tengas en el mercado. | |

#10 COMPLETO

Recopilador: Web Link (Enlace web) Comenzó: jueves, 24 de octubre de 2013 9:13:44 Última modificación: jueves, 24 de octubre de 2013 9:21:10 Tiempo destinado: 00:07:25 Dirección IP: 181.168.104.61

PÁGINA 1: Datos Demográficos y de la Empresa

| | |
|--|--------------------------------------|
| P1: Indique su sexo | Masculino |
| P2: ¿Qué edad tiene? | Entre 31 y 50 años |
| P3: ¿Cuál es el nivel de educación mas alto que ha recibido? | Posgrado (maestría, doctorado, etc.) |
| P4: ¿Qué tipo de sociedad es su empresa? | Unipersonal |
| P5: ¿Con qué cantidad de empleados cuenta? | 1 a 5 |
| P6: Sobre la fundación de la Empresa, usted es | Hijo del Fundador |

PÁGINA 2: Datos de la Actividad

| | |
|--|----------------------|
| P7: Actividad Principal (Puede especificar mas de una respuesta) | Explotación ganadera |
| P8: ¿Cuán antigua es su empresa? Años | 10 a 20 |

PÁGINA 3: Sobre la valuación

| | |
|---|-------------------------------|
| P9: ¿Ha vendido/comprado/participado en una valuación de una empresa? | Si |
| P10: ¿Cuáles de los siguientes métodos utilizó o utilizaría? | Promedio de distintos métodos |
| P11: ¿Cómo determinó en un primer momento su valor? (Si no ha vendido o comprado un emprendimiento, ¿Cómo lo haría si tuviese que hacerlo?) Estudio de mercado, flujo de fondos futuros y rentabilidad esperada para ver el recupero esperado de la inversioin | |



| | |
|--|--|
| P12: ¿Cuáles son los motivos por el cual elige o erigiría este método y no otro? Creo que un solo metodo es insuficiente ya que cada uno solo considera algunas variables. | |
| P13: ¿Buscaría ayuda profesional para la valuación? Si. ¿A quien consultaría y por qué? | Contador, porque aun siendo economista se me escapan las variables fiscales. también a algun referente de confianza en la industria. la voz de la experiencia siempre es buena aunque no sea profesional |
| P14: ¿Cuáles piensa usted son las principales variables que agregan valor a su empresa? E nuestra empresa, dedicada a la cría, recría y engorde de ganado vacuno, creo que la creación de valor esta en la prolijidad tanto de la gestión operativa como la comercial y financiera. En la producción ganadera, aunque muchas veces se dice que es solo cuestión de tener un alto porcentaje de destete, creo que también hay que estar encima de la parte comercial porque las relaciones de precios entre las distintas categorías de animales no siempre son las mismas y de este análisis pueden surgir grandes diferencias en al rentabilidad final. | |

#11 COMPLETO [Corregida]

Recopilador: Web Link (Enlace web) Comenzó: jueves, 24 de octubre de 2013 10:46:32 Última modificación: jueves, 24 de octubre de 2013 10:53:23 Tiempo destinado: 00:06:50 Dirección IP: 200.3.95.39

PÁGINA 1: Datos Demográficos y de la Empresa

| | |
|---|--------------------|
| P1: Indique su sexo | Femenino |
| P2: ¿Qué edad tiene? | Entre 31 y 50 años |
| P3: ¿Cuál es el nivel de educación mas alto que ha recibido? | Universitario |
| P4: ¿Qué tipo de sociedad es su empresa? | Unipersonal |
| P5: ¿Con qué cantidad de empleados cuenta? | Sin empleados |
| P6: Sobre la fundación de la Empresa, usted es | Fundador |

PÁGINA 2: Datos de la Actividad

| | |
|---|---|
| P7: Actividad Principal (Puede especificar mas de una respuesta) | Servicios profesionales, Otro (especifique) Enseñanza, clases particulares de programación y utilitarios w indow s, diseño. |
| P8: ¿Cuán antigua es su empresa? Años | 5 a 10 |

PÁGINA 3: Sobre la valuación

| | |
|---|---|
| P9: ¿Ha vendido/comprado/participado en una valuación de una empresa? | No [Si] |
| P10: ¿Cuáles de los siguientes métodos utilizó o utilizaría? | Otro (especifique) [Balance (Datos contables)] No apliqué ningún método. Rematé el mobiliario y las computadoras a precios super accesibles. |
| P11: ¿Cómo determinó en un primer momento su valor? (Si no ha vendido o comprado un emprendimiento, ¿Cómo lo haría si tuviese que hacerlo? El 35% del valor del mismo producto nuevo. | |
| P12: ¿Cuáles son los motivos por el cual elige o erigiría este método y no otro? Elegí ese método porque necesitaba efectivo rápido. | |



| | |
|---|--|
| P13: ¿Buscaría ayuda profesional para la valuación? Si. ¿A quien consultaría y por qué? | Un contador o especialista en este tema. |
| P14: ¿Cuáles piensa usted son las principales variables que agregan valor a su empresa? La empresa en sí no tenía valor, lo importante era mi nombre y las referencias que daban mis clientes. Por eso cuando deje de hacerlo nadie pudo ocupar ese lugar. De todos modos era un rubro que no tenía futuro a largo plazo si no me reiventaba. | |

#12 COMPLETO

Recopilador: Web Link (Enlace web) **Comenzó:** jueves, 24 de octubre de 2013 11:15:42 **Última modificación:** jueves, 24 de octubre de 2013 11:22:14 **Tiempo destinado:** 00:06:31 **Dirección IP:** 201.251.13.106

PÁGINA 1: Datos Demográficos y de la Empresa

| | |
|---|--------------------------------------|
| P1: Indique su sexo | Masculino |
| P2: ¿Qué edad tiene? | Mayor a 50 años |
| P3: ¿Cuál es el nivel de educación mas alto que ha recibido? | Posgrado (maestría, doctorado, etc.) |
| P4: ¿Qué tipo de sociedad es su empresa? | Unipersonal |
| P5: ¿Con qué cantidad de empleados cuenta? | 1 a 5 |
| P6: Sobre la fundación de la Empresa, usted es | Fundador |

PÁGINA 2: Datos de la Actividad

| | |
|---|-------------------------|
| P7: Actividad Principal (Puede especificar mas de una respuesta) | Servicios profesionales |
| P8: ¿Cuán antigua es su empresa? Años | 20 a 30 |

PÁGINA 3: Sobre la valuación

| | |
|---|----------------------------------|
| P9: ¿Ha vendido/comprado/participado en una valuación de una empresa? | No |
| P10: ¿Cuáles de los siguientes métodos utilizó o utilizaría? | Balance (Datos contables) |
| P11: ¿Cómo determinó en un primer momento su valor? (Si no ha vendido o comprado un emprendimiento, ¿Cómo lo haría si tuviese que hacerlo? auditoria | |
| P12: ¿Cuáles son los motivos por el cual elige o erigiría este método y no otro? me remito a la documentacion obrante en mi poder | |
| P13: ¿Buscaría ayuda profesional para la valuación? No. ¿Por qué? | porque me haria de toda la info. |
| P14: ¿Cuáles piensa usted son las principales variables que agregan valor a su empresa? responsabilidad, capacitacion permanente, adecuacion a los cambios. | |



#13 COMPLETO

Recopilador: Web Link (Enlace web) Comenzó: jueves, 24 de octubre de 2013
16:50:03 Última modificación: jueves, 24 de octubre de 2013 16:54:40 Tiempo destinado:
00:04:37 Dirección IP: 186.18.94.105

PÁGINA 1: Datos Demográficos y de la Empresa

| | |
|--|--------------------|
| P1: Indique su sexo | Masculino |
| P2: ¿Qué edad tiene? | Entre 31 y 50 años |
| P3: ¿Cuál es el nivel de educación mas alto que ha recibido? | Universitario |
| P4: ¿Qué tipo de sociedad es su empresa? | Unipersonal |
| P5: ¿Con qué cantidad de empleados cuenta? | Sin empleados |
| P6: Sobre la fundación de la Empresa, usted es | Fundador |

PÁGINA 2: Datos de la Actividad

| | |
|--|---|
| P7: Actividad Principal (Puede especificar mas de una respuesta) | Otro (especifique) Grafica / Diseño grafico |
| P8: ¿Cuán antigua es su empresa? Años | 5 a 10 |

PÁGINA 3: Sobre la valuación

| | |
|--|---|
| P9: ¿Ha vendido/comprado/participado en una valuación de una empresa? | No |
| P10: ¿Cuáles de los siguientes métodos utilizó o utilizaría? | Fondo de comercio |
| P11: ¿Cómo determinó en un primer momento su valor? (Si no ha vendido o comprado un emprendimiento, ¿Cómo lo haría si tuviese que hacerlo? Por inversiones e historial de facturación | |
| P12: ¿Cuáles son los motivos por el cual elige o erigiría este método y no otro? Es el único que conozco | |
| P13: ¿Buscaría ayuda profesional para la valuación? Si. ¿A quien consultaría y por qué? | A amigos que ya han vendidos fondos de comercio |
| P14: ¿Cuáles piensa usted son las principales variables que agregan valor a su empresa? Cartera de Clientes | |

#14 COMPLETO [Corregida]

Recopilador: Web Link (Enlace web) Comenzó: viernes, 25 de octubre de 2013
5:45:39 Última modificación: viernes, 25 de octubre de 2013 6:35:02 Tiempo destinado:
00:49:23 Dirección IP: 186.56.131.111

PÁGINA 1: Datos Demográficos y de la Empresa

| | |
|---|--------------------|
| P1: Indique su sexo | Masculino |
| P2: ¿Qué edad tiene? | Entre 31 y 50 años |
| P3: ¿Cuál es el nivel de educación mas alto que | Escuela secundaria |



| | |
|--|-------------|
| ha recibido? | |
| P4: ¿Qué tipo de sociedad es su empresa? | Unipersonal |
| P5: ¿Con qué cantidad de empleados cuenta? | 6 a 10 |
| P6: Sobre la fundación de la Empresa, usted es | Fundador |

PÁGINA 2: Datos de la Actividad

| | |
|--|------------------------------|
| P7: Actividad Principal (Puede especificar mas de una respuesta) | Venta Indumentaria y zapatos |
| P8: ¿Cuán antigua es su empresa? Años | 5 a 10 |

PÁGINA 3: Sobre la valuación

| | |
|--|---|
| P9: ¿Ha vendido/comprado/participado en una valuación de una empresa? | No |
| P10: ¿Cuáles de los siguientes métodos utilizó o utilizaría? | Otro (especifique) [Fondo de Comercio] Tendria en cuenta el costo de la mercaderia mas las instalaciones, antigüedad del comercio y el promedio de venta anual. Tambien si al momento de comprar o vender da perdida o ganancia. |
| P11: ¿Cómo determinó en un primer momento su valor? (Si no ha vendido o comprado un emprendimiento, ¿Cómo lo haría si tuviese que hacerlo? Ubicacion, transito de gente, rubro, costo de mercaderia, inmueble valor y o alquiler. | |
| P12: ¿Cuáles son los motivos por el cual elige o erigiría este método y no otro? Es la perspectiva que tengo por la experiencia. | |
| P13: ¿Buscaría ayuda profesional para la valuación? Sí. ¿A quien consultaría y por qué? | A un Contador, para que me asesore en el tema impositivo. |
| P14: ¿Cuáles piensa usted son las principales variables que agregan valor a su empresa? El trato para con los clientes, calidad y precio del servicio y o la mercaderia. | |

#15 COMPLETO [Corregida]

Recopilador: Web Link (Enlace web) Comenzó: viernes, 25 de octubre de 2013 8:07:25 Última modificación: viernes, 25 de octubre de 2013 8:13:54 Tiempo destinado: 00:06:28 Dirección IP: 190.3.2.5

PÁGINA 1: Datos Demográficos y de la Empresa

| | |
|--|--------------------------------------|
| P1: Indique su sexo | Masculino |
| P2: ¿Qué edad tiene? | Entre 31 y 50 años |
| P3: ¿Cuál es el nivel de educación mas alto que ha recibido? | Posgrado (maestría, doctorado, etc.) |
| P4: ¿Qué tipo de sociedad es su empresa? | Unipersonal |
| P5: ¿Con qué cantidad de empleados cuenta? | 1 a 5 |
| P6: Sobre la fundación de la Empresa, usted es | Fundador |

PÁGINA 2: Datos de la Actividad

| | |
|--|---|
| P7: Actividad Principal (Puede especificar mas | Kiosco de Diarios y Revistas, Servicios |
|--|---|



| | |
|--|--|
| de una respuesta) | Informáticos, Otro (especifique) DVD CLUB [Consolidado Múltiples Negocios Minoristas] |
| P8: ¿Cuán antigua es su empresa? Años | 1 a 5, 5 a 10 [se toma solo el mayor periodo] |

PÁGINA 3: Sobre la valuación

| | |
|--|---|
| P9: ¿Ha vendido/comprado/participado en una valuación de una empresa? | Si |
| P10: ¿Cuáles de los siguientes métodos utilizó o utilizaría? | Fondo de comercio [Balance (Datos contables)] |
| P11: ¿Cómo determinó en un primer momento su valor? (Si no ha vendido o comprado un emprendimiento, ¿Cómo lo haría si tuviese que hacerlo? basandonos en la inversión inicial y la durabilidad de los productos. El estado de los mismos y su valor actual. | |
| P12: ¿Cuáles son los motivos por el cual elige o erigiría este método y no otro? Porque al ser un emprendimiento familiar, para los que no conocemos bien la manera de proceder, es la más transparente. Por lo menos así parece. | |
| P13: ¿Buscaría ayuda profesional para la valuación? Si. ¿A quien consultaría y por qué? | Contador, administrador de empresas.. |
| P14: ¿Cuáles piensa usted son las principales variables que agregan valor a su empresa? La gestión. El estar atento a los movimientos del mercado y conocer necesidades de los clientes. | |

#16 INCOMPLETO

Recopilador: Web Link (Enlace web) Comenzó: viernes, 25 de octubre de 2013 9:09:07 Última modificación: viernes, 25 de octubre de 2013 9:12:29 Tiempo destinado: 00:03:21 Dirección IP: 190.108.53.247

PÁGINA 1: Datos Demográficos y de la Empresa

| | |
|--|--------------------|
| P1: Indique su sexo | Femenino |
| P2: ¿Qué edad tiene? | Entre 31 y 50 años |
| P3: ¿Cuál es el nivel de educación mas alto que ha recibido? | Escuela secundaria |
| P4: ¿Qué tipo de sociedad es su empresa? | Unipersonal |
| P5: ¿Con qué cantidad de empleados cuenta? | Sin empleados |
| P6: Sobre la fundación de la Empresa, usted es | Fundador |

PÁGINA 2: Datos de la Actividad

| | |
|--|------------------------------|
| P7: Actividad Principal (Puede especificar mas de una respuesta) | Venta Indumentaria y zapatos |
| P8: ¿Cuán antigua es su empresa? Años | 1 a 5 |

PÁGINA 3: Sobre la valuación

| | |
|---|------------------------------------|
| P9: ¿Ha vendido/comprado/participado en una valuación de una empresa? | El encuestado omitió esta pregunta |
| P10: ¿Cuáles de los siguientes métodos utilizó | El encuestado omitió esta pregunta |



| | |
|--|---|
| o utilizaría? | |
| P11: ¿Cómo determinó en un primer momento su valor? (Si no ha vendido o comprado un emprendimiento, ¿Cómo lo haría si tuviese que hacerlo?) | |
| <i>El encuestado omitió esta pregunta</i> | |
| P12: ¿Cuáles son los motivos por el cual elige o erigiría este método y no otro? | |
| <i>El encuestado omitió esta pregunta</i> | |
| P13: ¿Buscaría ayuda profesional para la valuación? | <i>El encuestado omitió esta pregunta</i> |
| P14: ¿Cuáles piensa usted son las principales variables que agregan valor a su empresa? | |
| <i>El encuestado omitió esta pregunta</i> | |

#17 COMPLETO

Recopilador: Web Link (Enlace web) Comenzó: viernes, 25 de octubre de 2013 14:50:29 Última modificación: viernes, 25 de octubre de 2013 15:00:08 Tiempo destinado: 00:09:39 Dirección IP: 190.195.143.98

PÁGINA 1: Datos Demográficos y de la Empresa

| | |
|---|--------------------|
| P1: Indique su sexo | Femenino |
| P2: ¿Qué edad tiene? | Entre 31 y 50 años |
| P3: ¿Cuál es el nivel de educación mas alto que ha recibido? | Universitario |
| P4: ¿Qué tipo de sociedad es su empresa? | Unipersonal |
| P5: ¿Con qué cantidad de empleados cuenta? | 1 a 5 |
| P6: Sobre la fundación de la Empresa, usted es | Fundador |

PÁGINA 2: Datos de la Actividad

| | |
|---|---|
| P7: Actividad Principal (Puede especificar mas de una respuesta) | Industria Mueble, Servicios profesionales |
| P8: ¿Cuán antigua es su empresa? Años | 1 a 5 |

PÁGINA 3: Sobre la valuación

| | |
|---|-------------------------------|
| P9: ¿Ha vendido/comprado/participado en una valuación de una empresa? | No |
| P10: ¿Cuáles de los siguientes métodos utilizó o utilizaría? | Promedio de distintos métodos |
| P11: ¿Cómo determinó en un primer momento su valor? (Si no ha vendido o comprado un emprendimiento, ¿Cómo lo haría si tuviese que hacerlo?) Analizaría el servicio o producto, su originalidad, diferenciación respecto de otros y la posibilidad de sustentabilidad al mediano plazo. El tema ingresos sería cuestión de atraer a la clientela apropiada | |
| P12: ¿Cuáles son los motivos por el cual elige o erigiría este método y no otro? porque no me basaría en un analisis unicamente numerico sino estrategico | |
| P13: ¿Buscaría ayuda profesional para la valuación? No. ¿Por qué? | lo analizaria yo misma |
| P14: ¿Cuáles piensa usted son las principales variables que agregan valor a su empresa? excelencia en el servicio, atencion especializada, tienda online, diferenciacion de la competencia y adaptacion del producto a cada cliente. | |



#18 COMPLETO *Respuestas ingresadas en forma manual*

Recopilador: Ingreso Manual (Enlace web) Comenzó: sábado, 26 de octubre de 2013 10:10:33 Última modificación: sábado, 26 de octubre de 2013 10:15:18 Tiempo destinado: 00:04:44 Dirección IP: 186.23.215.168

PÁGINA 1: Datos Demográficos y de la Empresa

| | |
|--|-------------------|
| P1: Indique su sexo | Masculino |
| P2: ¿Qué edad tiene? | Mayor a 50 años |
| P3: ¿Cuál es el nivel de educación mas alto que ha recibido? | Escuela primaria |
| P4: ¿Qué tipo de sociedad es su empresa? | Sociedad de Hecho |
| P5: ¿Con qué cantidad de empleados cuenta? | 101 a 500 |
| P6: Sobre la fundación de la Empresa, usted es | Fundador |

PÁGINA 2: Datos de la Actividad

| | |
|--|------------------------------|
| P7: Actividad Principal (Puede especificar mas de una respuesta) | Venta Indumentaria y zapatos |
| P8: ¿Cuán antigua es su empresa? Años | 10 a 20 |

PÁGINA 3: Sobre la valuación

| | |
|--|-------------------------------|
| P9: ¿Ha vendido/comprado/participado en una valuación de una empresa? | Si |
| P10: ¿Cuáles de los siguientes métodos utilizó o utilizaría? | Promedio de distintos métodos |
| P11: ¿Cómo determinó en un primer momento su valor? (Si no ha vendido o comprado un emprendimiento, ¿Cómo lo haría si tuviese que hacerlo? Era una división de la empresa. Se tenían 10 locales, se dividieron y la parte vendedora le dio a elegir a la parte compradora 5 locales sin importar diferencias en facturación. Luego se dividió el stock de mercaderías y una parte compensó a la otra por la diferencia. | |
| P12: ¿Cuáles son los motivos por el cual elige o erigiría este método y no otro? Necesitaba separarme de mi socio, era la unica forma que aceptaría, cediendo mas que el. | |
| P13: ¿Buscaría ayuda profesional para la valuación? No. ¿Por qué? | No lo necesité |
| P14: ¿Cuáles piensa usted son las principales variables que agregan valor a su empresa? La cantidad y calidad de la mercadería, la localización de los puntos de venta, la exhibición de los productos. | |

#19 COMPLETO *Respuestas ingresadas en forma manual*

Recopilador: Ingreso Manual (Enlace web) Comenzó: sábado, 26 de octubre de 2013 10:17:09 Última modificación: sábado, 26 de octubre de 2013 10:19:37 Tiempo destinado: 00:02:28 Dirección IP: 186.23.215.168



PÁGINA 1: Datos Demográficos y de la Empresa

| | |
|--|--------------------|
| P1: Indique su sexo | Masculino |
| P2: ¿Qué edad tiene? | Entre 31 y 50 años |
| P3: ¿Cuál es el nivel de educación mas alto que ha recibido? | Universitario |
| P4: ¿Qué tipo de sociedad es su empresa? | Sociedad de Hecho |
| P5: ¿Con qué cantidad de empleados cuenta? | 101 a 500 |
| P6: Sobre la fundación de la Empresa, usted es | Hijo del Fundador |

PÁGINA 2: Datos de la Actividad

| | |
|--|------------------------------|
| P7: Actividad Principal (Puede especificar mas de una respuesta) | Venta Indumentaria y zapatos |
| P8: ¿Cuán antigua es su empresa? Años | 20 a 30 |

PÁGINA 3: Sobre la valuación

| | |
|--|----------------------------------|
| P9: ¿Ha vendido/comprado/participado en una valuación de una empresa? | Si |
| P10: ¿Cuáles de los siguientes métodos utilizó o utilizaría? | Ninguno |
| P11: ¿Cómo determinó en un primer momento su valor? (Si no ha vendido o comprado un emprendimiento, ¿Cómo lo haría si tuviese que hacerlo? Mi hermano me ofreció un precio y lo acepté. | |
| P12: ¿Cuáles son los motivos por el cual elige o erigiría este método y no otro? Por confianza. Además, en estos casos de divisiones de empresas, uno divide y el otro elige la parte. | |
| P13: ¿Buscaría ayuda profesional para la valuación? No. ¿Por qué? | Por confianza hacia mi hermano.. |
| P14: ¿Cuáles piensa usted son las principales variables que agregan valor a su empresa? Aptitudes personales del dueño. | |

#20 COMPLETO *Respuestas ingresadas en forma manual*

Recopilador: Ingreso Manual (Enlace web) Comenzó: sábado, 26 de octubre de 2013 10:19:48 Última modificación: sábado, 26 de octubre de 2013 10:22:53 Tiempo destinado: 00:03:04 Dirección IP: 186.23.215.168

PÁGINA 1: Datos Demográficos y de la Empresa

| | |
|--|---------------------------------------|
| P1: Indique su sexo | Masculino |
| P2: ¿Qué edad tiene? | Mayor a 50 años |
| P3: ¿Cuál es el nivel de educación mas alto que ha recibido? | Escuela secundaria |
| P4: ¿Qué tipo de sociedad es su empresa? | Unipersonal |
| P5: ¿Con qué cantidad de empleados cuenta? | Sin empleados |
| P6: Sobre la fundación de la Empresa, usted es | Otro (especifique) Yerno del fundador |



PÁGINA 2: Datos de la Actividad

| | |
|---|------------------------------|
| P7: Actividad Principal (Puede especificar mas de una respuesta) | Venta Indumentaria y zapatos |
| P8: ¿Cuán antigua es su empresa? Años | 20 a 30 |

PÁGINA 3: Sobre la valuación

| | |
|---|-------------------|
| P9: ¿Ha vendido/comprado/participado en una valuación de una empresa? | No |
| P10: ¿Cuáles de los siguientes métodos utilizó o utilizaría? | Fondo de comercio |
| P11: ¿Cómo determinó en un primer momento su valor? (Si no ha vendido o comprado un emprendimiento, ¿Cómo lo haría si tuviese que hacerlo? Por stock de mercadería mas la clientela que el negocio tiene. | |
| P12: ¿Cuáles son los motivos por el cual elige o erigiría este método y no otro? No conozco otra manera de hacerlo. | |
| P13: ¿Buscaría ayuda profesional para la valuación? No. ¿Por qué? | No lo necesito |
| P14: ¿Cuáles piensa usted son las principales variables que agregan valor a su empresa? Clientela, la atención que se le da a la clientela y la calidad de la mercadería. | |

#21 COMPLETO [Corregida]

Recopilador: Web Link (Enlace web) Comenzó: domingo, 27 de octubre de 2013 16:24:19 Última modificación: domingo, 27 de octubre de 2013 16:32:24 Tiempo destinado: 00:08:05 Dirección IP: 201.231.167.10

PÁGINA 1: Datos Demográficos y de la Empresa

| | |
|---|-------------------|
| P1: Indique su sexo | Masculino |
| P2: ¿Qué edad tiene? | Mayor a 50 años |
| P3: ¿Cuál es el nivel de educación mas alto que ha recibido? | Universitario |
| P4: ¿Qué tipo de sociedad es su empresa? | Sociedad Anónima |
| P5: ¿Con qué cantidad de empleados cuenta? | 1 a 5 |
| P6: Sobre la fundación de la Empresa, usted es | Hijo del Fundador |

PÁGINA 2: Datos de la Actividad

| | |
|---|--------------------------|
| P7: Actividad Principal (Puede especificar mas de una respuesta) | Explotación Agroganadera |
| P8: ¿Cuán antigua es su empresa? Años | mas de 30 |

PÁGINA 3: Sobre la valuación

| | |
|--|----|
| P9: ¿Ha vendido/comprado/participado en una valuación de una empresa? | Si |
|--|----|



| | |
|---|---|
| P10: ¿Cuáles de los siguientes métodos utilizó o utilizaría? | Otro (especifique) [Balance (Datos contables)] Balance con valores de mercado de activos y pasivos |
| P11: ¿Cómo determinó en un primer momento su valor? (Si no ha vendido o comprado un emprendimiento, ¿Cómo lo haría si tuviese que hacerlo? Como se especifica en 11) | |
| P12: ¿Cuáles son los motivos por el cual elige o erigiría este método y no otro? Es justo | |
| P13: ¿Buscaría ayuda profesional para la valuación? Si. ¿A quien consultaría y por qué? | Ing.agronomo, para valuar campos, contador par valuar resto de activos y pasivos |
| P14: ¿Cuáles piensa usted son las principales variables que agregan valor a su empresa? Ubicación del campo, calidad de las haciendas | |

#22 COMPLETO [Corregida]

Recopilador: Web Link (Enlace web) Comenzó: lunes, 28 de octubre de 2013 7:21:33 Última modificación: lunes, 28 de octubre de 2013 7:25:50 Tiempo destinado: 00:04:16 Dirección IP: 190.246.5.48

PÁGINA 1: Datos Demográficos y de la Empresa

| | |
|--|--------------------|
| P1: Indique su sexo | Masculino |
| P2: ¿Qué edad tiene? | Entre 31 y 50 años |
| P3: ¿Cuál es el nivel de educación mas alto que ha recibido? | Escuela secundaria |
| P4: ¿Qué tipo de sociedad es su empresa? | Unipersonal |
| P5: ¿Con qué cantidad de empleados cuenta? | 6 a 10 |
| P6: Sobre la fundación de la Empresa, usted es | Fundador |

PÁGINA 2: Datos de la Actividad

| | |
|--|-------------------|
| P7: Actividad Principal (Puede especificar mas de una respuesta) | Gastronomía/Bares |
| P8: ¿Cuán antigua es su empresa? Años | 5 a 10 |

PÁGINA 3: Sobre la valuación

| | |
|---|---|
| P9: ¿Ha vendido/comprado/participado en una valuación de una empresa? | Si |
| P10: ¿Cuáles de los siguientes métodos utilizó o utilizaría? | Promedio de distintos métodos [Múltiplos (Ej.: Multiplicar ventas por un numero x)] |
| P11: ¿Cómo determinó en un primer momento su valor? (Si no ha vendido o comprado un emprendimiento, ¿Cómo lo haría si tuviese que hacerlo? la ganancia mensual mas alta multiplicada por 1 año | |
| P12: ¿Cuáles son los motivos por el cual elige o erigiría este método y no otro? normalmente entre comerciantes se hace de ese modo | |
| P13: ¿Buscaría ayuda profesional para la valuación? No. ¿Por qué? | no lo considero necesario |
| P14: ¿Cuáles piensa usted son las principales variables que agregan valor a su empresa? | |



la rentabilidad, el nombre y la confianza generada hacia el cliente.

#23 COMPLETO [Corregida]

Recopilador: Web Link (Enlace web) Comenzó: lunes, 28 de octubre de 2013
7:44:22 Última modificación: lunes, 28 de octubre de 2013 7:47:14 Tiempo destinado:
00:02:52 Dirección IP: 190.40.62.168

PÁGINA 1: Datos Demográficos y de la Empresa

| | |
|--|--------------------|
| P1: Indique su sexo | Masculino |
| P2: ¿Qué edad tiene? | Entre 31 y 50 años |
| P3: ¿Cuál es el nivel de educación mas alto que ha recibido? | Universitario |
| P4: ¿Qué tipo de sociedad es su empresa? | Sociedad Anónima |
| P5: ¿Con qué cantidad de empleados cuenta? | 11 a 30 |
| P6: Sobre la fundación de la Empresa, usted es | Fundador |

PÁGINA 2: Datos de la Actividad

| | |
|--|---|
| P7: Actividad Principal (Puede especificar mas de una respuesta) | Venta Indumentaria y zapatos, Otro (especifique) Distribuidora de Bicicletas |
| P8: ¿Cuán antigua es su empresa? Años | 1 a 5 |

PÁGINA 3: Sobre la valuación

| | |
|---|---|
| P9: ¿Ha vendido/comprado/participado en una valuación de una empresa? | No |
| P10: ¿Cuáles de los siguientes métodos utilizó o utilizaría? | Balance (Datos contables) [Múltiplos (Ej.: Multiplicar ventas por un numero x)] |
| P11: ¿Cómo determinó en un primer momento su valor? (Si no ha vendido o comprado un emprendimiento, ¿Cómo lo haría si tuviese que hacerlo? Por ventas y rentabilidad | |
| P12: ¿Cuáles son los motivos por el cual elige o erigiría este método y no otro? conocimientos | |
| P13: ¿Buscaría ayuda profesional para la valuación? Si. ¿A quien consultaría y por qué? | tasador o consultor |
| P14: ¿Cuáles piensa usted son las principales variables que agregan valor a su empresa? know how y rentabilidad, presencia en el mercado | |

#24 COMPLETO

Recopilador: Web Link (Enlace web) Comenzó: lunes, 28 de octubre de 2013
7:44:44 Última modificación: lunes, 28 de octubre de 2013 7:53:56 Tiempo destinado:
00:09:11 Dirección IP: 190.195.127.127



PÁGINA 1: Datos Demográficos y de la Empresa

| | |
|--|--------------------|
| P1: Indique su sexo | Masculino |
| P2: ¿Qué edad tiene? | Entre 31 y 50 años |
| P3: ¿Cuál es el nivel de educación mas alto que ha recibido? | Universitario |
| P4: ¿Qué tipo de sociedad es su empresa? | Unipersonal |
| P5: ¿Con qué cantidad de empleados cuenta? | 1 a 5 |
| P6: Sobre la fundación de la Empresa, usted es | Hijo del Fundador |

PÁGINA 2: Datos de la Actividad

| | |
|--|----------|
| P7: Actividad Principal (Puede especificar mas de una respuesta) | Limpieza |
| P8: ¿Cuán antigua es su empresa? Años | 20 a 30 |

PÁGINA 3: Sobre la valuación

| | |
|---|-------------------|
| P9: ¿Ha vendido/comprado/participado en una valuación de una empresa? | Si |
| P10: ¿Cuáles de los siguientes métodos utilizó o utilizaría? | Fondo de comercio |
| P11: ¿Cómo determinó en un primer momento su valor? (Si no ha vendido o comprado un emprendimiento, ¿Cómo lo haría si tuviese que hacerlo? Por el valor de la propiedad y facturación | |
| P12: ¿Cuáles son los motivos por el cual elige o erigiría este método y no otro? Es el más común para todo tipo de negocio de este tipo | |
| P13: ¿Buscaría ayuda profesional para la valuación? No. ¿Por qué? | No es necesario |
| P14: ¿Cuáles piensa usted son las principales variables que agregan valor a su empresa? El lugar de local, cantidad de máquinas que posea el local, y la capacidad de trabajo de los empleados | |

#25 COMPLETO

Recopilador: Web Link (Enlace web) Comenzó: lunes, 28 de octubre de 2013 7:49:16 Última modificación: lunes, 28 de octubre de 2013 7:58:41 Tiempo destinado: 00:09:24 Dirección IP: 190.220.86.135

PÁGINA 1: Datos Demográficos y de la Empresa

| | |
|--|--------------------|
| P1: Indique su sexo | Femenino |
| P2: ¿Qué edad tiene? | Entre 31 y 50 años |
| P3: ¿Cuál es el nivel de educación mas alto que ha recibido? | Escuela secundaria |
| P4: ¿Qué tipo de sociedad es su empresa? | Sociedad Anónima |
| P5: ¿Con qué cantidad de empleados cuenta? | 101 a 500 |
| P6: Sobre la fundación de la Empresa, usted es | Nieto del Fundador |



PÁGINA 2: Datos de la Actividad

| | |
|--|--|
| P7: Actividad Principal (Puede especificar mas de una respuesta) | Servicios Informáticos, Otro (especifique) Transporte urbano de pasajeros |
| P8: ¿Cuán antigua es su empresa? Años | mas de 30 |

PÁGINA 3: Sobre la valuación

| | |
|--|--|
| P9: ¿Ha vendido/comprado/participado en una valuación de una empresa? | Si |
| P10: ¿Cuáles de los siguientes métodos utilizó o utilizaría? | Promedio de distintos métodos |
| P11: ¿Cómo determinó en un primer momento su valor? (Si no ha vendido o comprado un emprendimiento, ¿Cómo lo haría si tuviese que hacerlo? En estos años esta basado en subsidios basicamente, mas cantidad de unidades y recorrido | |
| P12: ¿Cuáles son los motivos por el cual elige o erigiría este método y no otro? Porque es la entrada de dinero, las salidas estan basadas en la administracion de los fondos | |
| P13: ¿Buscaría ayuda profesional para la valuación? No. ¿Por qué? | Porque estamos capacitados para la evaluacion por los conocimientos de tantos años de trabajar en el rubro |
| P14: ¿Cuáles piensa usted son las principales variables que agregan valor a su empresa? El parque movil | |

#26 INCOMPLETO

Recopilador: Web Link (Enlace web) Comenzó: lunes, 28 de octubre de 2013 8:25:49 Última modificación: lunes, 28 de octubre de 2013 8:26:36 Tiempo destinado: 00:00:46 Dirección IP: 190.177.243.176

PÁGINA 1: Datos Demográficos y de la Empresa

| | |
|--|--------------------|
| P1: Indique su sexo | Masculino |
| P2: ¿Qué edad tiene? | Menor a 30 años |
| P3: ¿Cuál es el nivel de educación mas alto que ha recibido? | Escuela secundaria |
| P4: ¿Qué tipo de sociedad es su empresa? | Unipersonal |
| P5: ¿Con qué cantidad de empleados cuenta? | 1 a 5 |
| P6: Sobre la fundación de la Empresa, usted es | Fundador |

PÁGINA 2: Datos de la Actividad

| | |
|--|------------------------------------|
| P7: Actividad Principal (Puede especificar mas de una respuesta) | El encuestado omitió esta pregunta |
| P8: ¿Cuán antigua es su empresa? Años | El encuestado omitió esta pregunta |

PÁGINA 3: Sobre la valuación

| | |
|---|------------------------------------|
| P9: ¿Ha vendido/comprado/participado en una valuación de una empresa? | El encuestado omitió esta pregunta |
|---|------------------------------------|



| | |
|---|------------------------------------|
| P10: ¿Cuáles de los siguientes métodos utilizó o utilizaría? | El encuestado omitió esta pregunta |
| P11: ¿Cómo determinó en un primer momento su valor? (Si no ha vendido o comprado un emprendimiento, ¿Cómo lo haría si tuviese que hacerlo?) | El encuestado omitió esta pregunta |
| P12: ¿Cuáles son los motivos por el cual elige o erigiría este método y no otro? | El encuestado omitió esta pregunta |
| P13: ¿Buscaría ayuda profesional para la valuación? | El encuestado omitió esta pregunta |
| P14: ¿Cuáles piensa usted son las principales variables que agregan valor a su empresa? | El encuestado omitió esta pregunta |

#27 INCOMPLETO

Recopilador: Web Link (Enlace web) Comenzó: lunes, 28 de octubre de 2013 9:04:19 Última modificación: lunes, 28 de octubre de 2013 9:05:59 Tiempo destinado: 00:01:39 Dirección IP: 190.105.182.156

PÁGINA 1: Datos Demográficos y de la Empresa

| | |
|--|--------------------|
| P1: Indique su sexo | Femenino |
| P2: ¿Qué edad tiene? | Entre 31 y 50 años |
| P3: ¿Cuál es el nivel de educación mas alto que ha recibido? | Escuela secundaria |
| P4: ¿Qué tipo de sociedad es su empresa? | Unipersonal |
| P5: ¿Con qué cantidad de empleados cuenta? | Sin empleados |
| P6: Sobre la fundación de la Empresa, usted es | Fundador |

PÁGINA 2: Datos de la Actividad

| | |
|--|-------------------|
| P7: Actividad Principal (Puede especificar mas de una respuesta) | Gastronomía/Bares |
| P8: ¿Cuán antigua es su empresa? Años | 1 a 5 |

PÁGINA 3: Sobre la valuación

| | |
|---|------------------------------------|
| P9: ¿Ha vendido/comprado/participado en una valuación de una empresa? | El encuestado omitió esta pregunta |
| P10: ¿Cuáles de los siguientes métodos utilizó o utilizaría? | El encuestado omitió esta pregunta |
| P11: ¿Cómo determinó en un primer momento su valor? (Si no ha vendido o comprado un emprendimiento, ¿Cómo lo haría si tuviese que hacerlo?) | El encuestado omitió esta pregunta |
| P12: ¿Cuáles son los motivos por el cual elige o erigiría este método y no otro? | El encuestado omitió esta pregunta |
| P13: ¿Buscaría ayuda profesional para la valuación? | El encuestado omitió esta pregunta |
| P14: ¿Cuáles piensa usted son las principales variables que agregan valor a su empresa? | El encuestado omitió esta pregunta |



#28 INCOMPLETO

Recopilador: Web Link (Enlace web) Comenzó: lunes, 28 de octubre de 2013 9:58:51 Última modificación: lunes, 28 de octubre de 2013 10:03:03 Tiempo destinado: 00:04:11 Dirección IP: 200.51.45.162

PÁGINA 1: Datos Demográficos y de la Empresa

| | |
|--|--------------------|
| P1: Indique su sexo | Femenino |
| P2: ¿Qué edad tiene? | Entre 31 y 50 años |
| P3: ¿Cuál es el nivel de educación mas alto que ha recibido? | Universitario |
| P4: ¿Qué tipo de sociedad es su empresa? | Unipersonal |
| P5: ¿Con qué cantidad de empleados cuenta? | Sin empleados |
| P6: Sobre la fundación de la Empresa, usted es | Fundador |

PÁGINA 2: Datos de la Actividad

| | |
|--|-----------------------------|
| P7: Actividad Principal (Puede especificar mas de una respuesta) | Otro (especifique) Estética |
| P8: ¿Cuán antigua es su empresa? Años | 1 a 5 |

PÁGINA 3: Sobre la valuación

| | |
|--|---|
| P9: ¿Ha vendido/comprado/participado en una valuación de una empresa? | <i>El encuestado omitió esta pregunta</i> |
| P10: ¿Cuáles de los siguientes métodos utilizó o utilizaría? | <i>El encuestado omitió esta pregunta</i> |
| P11: ¿Cómo determinó en un primer momento su valor? (Si no ha vendido o comprado un emprendimiento, ¿Cómo lo haría si tuviese que hacerlo?) <i>El encuestado omitió esta pregunta</i> | |
| P12: ¿Cuáles son los motivos por el cual elige o erigiría este método y no otro? <i>El encuestado omitió esta pregunta</i> | |
| P13: ¿Buscaría ayuda profesional para la valuación? | <i>El encuestado omitió esta pregunta</i> |
| P14: ¿Cuáles piensa usted son las principales variables que agregan valor a su empresa? <i>El encuestado omitió esta pregunta</i> | |

#29 COMPLETO [Corregida]

Recopilador: Web Link (Enlace web) Comenzó: lunes, 28 de octubre de 2013 12:13:38 Última modificación: lunes, 28 de octubre de 2013 12:16:38 Tiempo destinado: 00:03:00 Dirección IP: 181.167.202.5

PÁGINA 1: Datos Demográficos y de la Empresa

| | |
|--|--------------------|
| P1: Indique su sexo | Masculino |
| P2: ¿Qué edad tiene? | Entre 31 y 50 años |
| P3: ¿Cuál es el nivel de educación mas alto que ha recibido? | Universitario |



| | |
|--|--------------------------------------|
| P4: ¿Qué tipo de sociedad es su empresa? | Sociedad de Responsabilidad Limitada |
| P5: ¿Con qué cantidad de empleados cuenta? | 1 a 5 |
| P6: Sobre la fundación de la Empresa, usted es | Fundador |

PÁGINA 2: Datos de la Actividad

| | |
|--|-------------------------|
| P7: Actividad Principal (Puede especificar mas de una respuesta) | Servicios profesionales |
| P8: ¿Cuán antigua es su empresa? Años | 1 a 5 |

PÁGINA 3: Sobre la valuación

| | |
|---|--|
| P9: ¿Ha vendido/comprado/participado en una valuación de una empresa? | Si |
| P10: ¿Cuáles de los siguientes métodos utilizó o utilizaría? | Balance (Datos contables) [Descuento de flujo de fondos] |
| P11: ¿Cómo determinó en un primer momento su valor? (Si no ha vendido o comprado un emprendimiento, ¿Cómo lo haría si tuviese que hacerlo?) Flujos de fondos Futuros | |
| P12: ¿Cuáles son los motivos por el cual elige o erigiría este método y no otro? Inflación | |
| P13: ¿Buscaría ayuda profesional para la valuación? Si. ¿A quien consultaría y por qué? | si, contador |
| P14: ¿Cuáles piensa usted son las principales variables que agregan valor a su empresa? La calidad del servicio, la personalización del servicio y la comunicación. | |

#30 COMPLETO [Corregida]

Recopilador: Web Link (Enlace web) Comenzó: lunes, 28 de octubre de 2013 12:11:39 Última modificación: lunes, 28 de octubre de 2013 12:16:58 Tiempo destinado: 00:05:19 Dirección IP: 200.3.94.35

PÁGINA 1: Datos Demográficos y de la Empresa

| | |
|--|--------------------|
| P1: Indique su sexo | Masculino |
| P2: ¿Qué edad tiene? | Entre 31 y 50 años |
| P3: ¿Cuál es el nivel de educación mas alto que ha recibido? | Universitario |
| P4: ¿Qué tipo de sociedad es su empresa? | Unipersonal |
| P5: ¿Con qué cantidad de empleados cuenta? | 1 a 5 |
| P6: Sobre la fundación de la Empresa, usted es | Fundador |

PÁGINA 2: Datos de la Actividad

| | |
|--|--|
| P7: Actividad Principal (Puede especificar mas de una respuesta) | Venta Indumentaria y zapatos, Almacén alimentos y bebidas, Gastronomía/Bares, Venta computadoras/electrónicos, Servicios profesionales, Servicios informáticos [Consolidado Múltiples Negocios Minoristas] |
|--|--|



| | |
|--|-------|
| P8: ¿Cuán antigua es su empresa? Años | 1 a 5 |
|--|-------|

PÁGINA 3: Sobre la valuación

| | |
|---|---|
| P9: ¿Ha vendido/comprado/participado en una valuación de una empresa? | No |
| P10: ¿Cuáles de los siguientes métodos utilizó o utilizaría? | Promedio de distintos métodos [Ninguno] |
| P11: ¿Cómo determinó en un primer momento su valor? (Si no ha vendido o comprado un emprendimiento, ¿Cómo lo haría si tuviese que hacerlo? breve análisis de mercado | |
| P12: ¿Cuáles son los motivos por el cual elige o erigiría este método y no otro? dependiendo la población en donde se encuentre ubicado el comercio el resultado promedio porcentual sería más adecuado si el negocio es rentable o no es rentable | |
| P13: ¿Buscaría ayuda profesional para la valuación? Si. ¿A quien consultaría y por qué? No. ¿Por qué? | Analista de mercado Tengo conocimientos en el tema |
| P14: ¿Cuáles piensa usted son las principales variables que agregan valor a su empresa? Servicio Atención al cliente Productos | |

#31 COMPLETO [Corregida]

Recopilador: Web Link (Enlace web) Comenzó: lunes, 28 de octubre de 2013 12:12:28 Última modificación: lunes, 28 de octubre de 2013 12:18:12 Tiempo destinado: 00:05:43 Dirección IP: 190.31.87.152

PÁGINA 1: Datos Demográficos y de la Empresa

| | |
|--|--------------------------------------|
| P1: Indique su sexo | Masculino |
| P2: ¿Qué edad tiene? | Entre 31 y 50 años |
| P3: ¿Cuál es el nivel de educación más alto que ha recibido? | Escuela secundaria |
| P4: ¿Qué tipo de sociedad es su empresa? | Sociedad de Responsabilidad Limitada |
| P5: ¿Con qué cantidad de empleados cuenta? | 6 a 10 |
| P6: Sobre la fundación de la Empresa, usted es | Fundador |

PÁGINA 2: Datos de la Actividad

| | |
|--|---------------------------------|
| P7: Actividad Principal (Puede especificar más de una respuesta) | Venta computadoras/electrónicos |
| P8: ¿Cuán antigua es su empresa? Años | 20 a 30 |

PÁGINA 3: Sobre la valuación

| | |
|---|---|
| P9: ¿Ha vendido/comprado/participado en una valuación de una empresa? | No |
| P10: ¿Cuáles de los siguientes métodos utilizó | Ninguno [Promedio de distintos métodos] |



| | |
|--|------------------------------|
| o utilizaría? | |
| P11: ¿Cómo determinó en un primer momento su valor? (Si no ha vendido o comprado un emprendimiento, ¿Cómo lo haría si tuviese que hacerlo? si tuviese que hacerlo le determinaría el valor realizando una canasta de opciones (costo estimado del fondo de comercio / utilidad anual / antigüedad del comercio / posibilidades de crecimiento futuro) | |
| P12: ¿Cuáles son los motivos por el cual elige o erigiría este método y no otro? Por sentido comun. | |
| P13: ¿Buscaría ayuda profesional para la valuación? Si. ¿A quien consultaría y por qué? | NO CONOZCO A QUIEN CONSULTAR |
| P14: ¿Cuáles piensa usted son las principales variables que agregan valor a su empresa? PROYECCION FUTURA IMA GEN DE MA RCA BAJO COSTO OPERATIVO | |

#32 COMPLETO

Recopilador: Web Link (Enlace web) Comenzó: lunes, 28 de octubre de 2013 12:37:02 Última modificación: lunes, 28 de octubre de 2013 12:43:17 Tiempo destinado: 00:06:14 Dirección IP: 190.105.182.188

PÁGINA 1: Datos Demográficos y de la Empresa

| | |
|--|--------------------|
| P1: Indique su sexo | Masculino |
| P2: ¿Qué edad tiene? | Menor a 30 años |
| P3: ¿Cuál es el nivel de educación mas alto que ha recibido? | Escuela secundaria |
| P4: ¿Qué tipo de sociedad es su empresa? | Unipersonal |
| P5: ¿Con qué cantidad de empleados cuenta? | 1 a 5 |
| P6: Sobre la fundación de la Empresa, usted es | Hijo del Fundador |

PÁGINA 2: Datos de la Actividad

| | |
|--|---------|
| P7: Actividad Principal (Puede especificar mas de una respuesta) | Turismo |
| P8: ¿Cuán antigua es su empresa? Años | 5 a 10 |

PÁGINA 3: Sobre la valuación

| | |
|---|---------------------------|
| P9: ¿Ha vendido/comprado/participado en una valuación de una empresa? | No |
| P10: ¿Cuáles de los siguientes métodos utilizó o utilizaría? | Balance (Datos contables) |
| P11: ¿Cómo determinó en un primer momento su valor? (Si no ha vendido o comprado un emprendimiento, ¿Cómo lo haría si tuviese que hacerlo? por el stok mas la entra de salida la liquedes que tenga la empresa | |
| P12: ¿Cuáles son los motivos por el cual elige o erigiría este método y no otro? no lo se | |
| P13: ¿Buscaría ayuda profesional para la valuación? Si. ¿A quien consultaría y por qué? | a un profecional |



P14: ¿Cuáles piensa usted son las principales variables que agregan valor a su empresa?
la cartera de clientes

#33 COMPLETO

Recopilador: Web Link (Enlace web) Comenzó: lunes, 28 de octubre de 2013
14:46:34 Última modificación: lunes, 28 de octubre de 2013 14:55:46 Tiempo destinado:
00:09:12 Dirección IP: 190.16.159.46

PÁGINA 1: Datos Demográficos y de la Empresa

| | |
|--|--------------------------------------|
| P1: Indique su sexo | Masculino |
| P2: ¿Qué edad tiene? | Mayor a 50 años |
| P3: ¿Cuál es el nivel de educación mas alto que ha recibido? | Posgrado (maestría, doctorado, etc.) |
| P4: ¿Qué tipo de sociedad es su empresa? | Sociedad de Responsabilidad Limitada |
| P5: ¿Con qué cantidad de empleados cuenta? | 1 a 5 |
| P6: Sobre la fundación de la Empresa, usted es | Fundador |

PÁGINA 2: Datos de la Actividad

| | |
|--|----------------------|
| P7: Actividad Principal (Puede especificar mas de una respuesta) | Explotación Agrícola |
| P8: ¿Cuán antigua es su empresa? | 10 a 20 |

PÁGINA 3: Sobre la valuación

| | |
|---|--------------------------------|
| P9: ¿Ha vendido/comprado/participado en una valuación de una empresa? | No |
| P10: ¿Cuáles de los siguientes métodos utilizó o utilizaría? | Promedio de distintos métodos |
| P11: ¿Cómo determinó en un primer momento su valor? (Si no ha vendido o comprado un emprendimiento, ¿Cómo lo haría si tuviese que hacerlo? En base a los balances, el nivel de actividad de la empresa | |
| P12: ¿Cuáles son los motivos por el cual elige o erigiría este método y no otro? Son los que podría manejar yo, para el resto debería buscar asesoramiento. | |
| P13: ¿Buscaría ayuda profesional para la valuación? | |
| Si. ¿A quien consultaría y por qué? | A un administrador de empresas |
| P14: ¿Cuáles piensa usted son las principales variables que agregan valor a su empresa? En nuestro caso las ventas son las que agregan valor, que dependen directamente de nuestra producción y en gran parte de factores climáticos | |

#34 COMPLETO

Recopilador: Web Link (Enlace web) Comenzó: lunes, 28 de octubre de 2013
16:04:56 Última modificación: lunes, 28 de octubre de 2013 16:11:57 Tiempo destinado:
00:07:00 Dirección IP: 201.252.167.160



PÁGINA 1: Datos Demográficos y de la Empresa

| | |
|--|--------------------------------------|
| P1: Indique su sexo | Masculino |
| P2: ¿Qué edad tiene? | Menor a 30 años |
| P3: ¿Cuál es el nivel de educación mas alto que ha recibido? | Universitario |
| P4: ¿Qué tipo de sociedad es su empresa? | Sociedad de Responsabilidad Limitada |
| P5: ¿Con qué cantidad de empleados cuenta? | 1 a 5 |
| P6: Sobre la fundación de la Empresa, usted es | Fundador |

PÁGINA 2: Datos de la Actividad

| | |
|--|------------------------|
| P7: Actividad Principal (Puede especificar mas de una respuesta) | Industria Construcción |
| P8: ¿Cuán antigua es su empresa? Años | 1 a 5 |

PÁGINA 3: Sobre la valuación

| | |
|--|--|
| P9: ¿Ha vendido/comprado/participado en una valuación de una empresa? | Si |
| P10: ¿Cuáles de los siguientes métodos utilizó o utilizaría? | Fondo de comercio |
| P11: ¿Cómo determinó en un primer momento su valor? (Si no ha vendido o comprado un emprendimiento, ¿Cómo lo haría si tuviese que hacerlo?) Utilizando el método de Fondo de Comercio | |
| P12: ¿Cuáles son los motivos por el cual elige o erigiría este método y no otro? Porque considero que la valuación de la marca, de la clientela, de los contratos vigentes, es decir, de los bienes materiales, no se consideran fielmente en otros métodos | |
| P13: ¿Buscaría ayuda profesional para la valuación? Si. ¿A quien consultaría y por qué? | A un contador, porque creo que me da una visión más numérica de la que puedo tener como empresario |
| P14: ¿Cuáles piensa usted son las principales variables que agregan valor a su empresa? Clientes con buenos contactos, Contratos a largo plazo, Recursos Humanos (especialmente en relación a la confianza con el personal y la confianza con los contratistas) | |

#35 COMPLETO [Corregida]

Recopilador: Web Link (Enlace web) Comenzó: lunes, 28 de octubre de 2013 16:12:36 Última modificación: lunes, 28 de octubre de 2013 16:21:09 Tiempo destinado: 00:08:33 Dirección IP: 201.252.167.160

PÁGINA 1: Datos Demográficos y de la Empresa

| | |
|--|--------------------|
| P1: Indique su sexo | Masculino |
| P2: ¿Qué edad tiene? | Entre 31 y 50 años |
| P3: ¿Cuál es el nivel de educación mas alto que ha recibido? | Universitario |
| P4: ¿Qué tipo de sociedad es su empresa? | Sociedad de Hecho |
| P5: ¿Con qué cantidad de empleados cuenta? | 1 a 5 |
| P6: Sobre la fundación de la Empresa, usted es | Fundador |



PÁGINA 2: Datos de la Actividad

| | |
|--|-------------------------|
| P7: Actividad Principal (Puede especificar mas de una respuesta) | Servicios profesionales |
| P8: ¿Cuán antigua es su empresa? Años | 5 a 10 |

PÁGINA 3: Sobre la valuación

| | |
|--|---|
| P9: ¿Ha vendido/comprado/participado en una valuación de una empresa? | Si |
| P10: ¿Cuáles de los siguientes métodos utilizó o utilizaría? | Otro (especifique) [Múltiplos (Ej.: Multiplicar ventas por un numero x)] Consideraría cuánta plata me genera mi estudio profesional por mes y vendería mi cartera de clientes y mi estudio en funcionamiento al valor euqivalente a 3 años ese dinero mensual (36 meses) |
| P11: ¿Cómo determinó en un primer momento su valor? (Si no ha vendido o comprado un emprendimiento, ¿Cómo lo haría si tuviese que hacerlo) En función a los activos fijos que tenía afectados a mi estudio | |
| P12: ¿Cuáles son los motivos por el cual elige o erigiría este método y no otro? Porque desconocía el valor agregado que tenia mi negocio | |
| P13: ¿Buscaría ayuda profesional para la valuación? No. ¿Por qué? | Porque me considero idóneo en esto |
| P14: ¿Cuáles piensa usted son las principales variables que agregan valor a su empresa? Buenos RRHH, Buen ambiente laboral, Flexibilidad laboral (trabajo por objetivos y no por horario), Cartera Selecta de Clientes (poder decirle no a un cliente conflictivo genera mas valor que el lucro cesante por no tenerlo) | |

#36 COMPLETO [Corregida]

Recopilador: Web Link (Enlace web) Comenzó: lunes, 28 de octubre de 2013 16:33:52 Última modificación: lunes, 28 de octubre de 2013 16:40:36 Tiempo destinado: 00:06:43 Dirección IP: 201.252.167.160

PÁGINA 1: Datos Demográficos y de la Empresa

| | |
|--|--------------------|
| P1: Indique su sexo | Masculino |
| P2: ¿Qué edad tiene? | Mayor a 50 años |
| P3: ¿Cuál es el nivel de educación mas alto que ha recibido? | Escuela secundaria |
| P4: ¿Qué tipo de sociedad es su empresa? | Unipersonal |
| P5: ¿Con qué cantidad de empleados cuenta? | 6 a 10 |
| P6: Sobre la fundación de la Empresa, usted es | Fundador |

PÁGINA 2: Datos de la Actividad

| | |
|--|---|
| P7: Actividad Principal (Puede especificar mas de una respuesta) | Turismo, Otro (especifique) Transporte de personal / de cargas generales en |
|--|---|



| | |
|---|------------------------------|
| | camionetas 4x4 y Apart Hotel |
| P8: ¿Cuán antigua es su empresa? Años | 5 a 10 |

PÁGINA 3: Sobre la valuación

| | |
|--|--|
| P9: ¿Ha vendido/comprado/participado en una valuación de una empresa? | No |
| P10: ¿Cuáles de los siguientes métodos utilizó o utilizaría? | Otro (especifique) [Balance (Datos Contables)] Vehículos y otros bienes que poseo a su valor de venta actual, menos las deudas actuales, ya que por ahora no tengo un contrato de servicios asegurado |
| P11: ¿Cómo determinó en un primer momento su valor? (Si no ha vendido o comprado un emprendimiento, ¿Cómo lo haría si tuviese que hacerlo?) En función al único vehículo que poseía y a los ingresos que me generaba trabajar yo mismo como chofer | |
| P12: ¿Cuáles son los motivos por el cual elige o erigiría este método y no otro? Porque creo que es el más conveniente dado que hoy por hoy no cuento con un nivel óptimo de ingresos que me permita vender mi empresa | |
| P13: ¿Buscaría ayuda profesional para la valuación? Si. ¿A quien consultaría y por qué? | A un contador, porque es quien me asesora generalmente |
| P14: ¿Cuáles piensa usted son las principales variables que agregan valor a su empresa? Buena atención a los clientes y buen estado de los bienes con los cuales presto mis servicios | |

#37 COMPLETO [Corregida]

Recopilador: Web Link (Enlace web) Comenzó: lunes, 28 de octubre de 2013 16:39:55 Última modificación: lunes, 28 de octubre de 2013 16:45:25 Tiempo destinado: 00:05:30 Dirección IP: 190.105.208.182

PÁGINA 1: Datos Demográficos y de la Empresa

| | |
|---|--------------------|
| P1: Indique su sexo | Masculino |
| P2: ¿Qué edad tiene? | Entre 31 y 50 años |
| P3: ¿Cuál es el nivel de educación mas alto que ha recibido? | Escuela secundaria |
| P4: ¿Qué tipo de sociedad es su empresa? | Unipersonal |
| P5: ¿Con qué cantidad de empleados cuenta? | 51 a 100 |
| P6: Sobre la fundación de la Empresa, usted es | Fundador |

PÁGINA 2: Datos de la Actividad

| | |
|---|-------------------|
| P7: Actividad Principal (Puede especificar mas de una respuesta) | Gastronomía/Bares |
| P8: ¿Cuán antigua es su empresa? Años | 5 a 10 |

PÁGINA 3: Sobre la valuación

| | |
|--|----|
| P9: ¿Ha vendido/comprado/participado en | Si |
|--|----|



| | |
|---|---|
| una valuación de una empresa? | |
| P10: ¿Cuáles de los siguientes métodos utilizó o utilizaría? | Balance (Datos contables) [Promedio de distintos métodos] |
| P11: ¿Cómo determinó en un primer momento su valor? (Si no ha vendido o comprado un emprendimiento, ¿Cómo lo haría si tuviese que hacerlo?) tomo siempre el importe de los últimos meses facturados, la rentabilidad y el posible tiempo de recuero, teniendo en cuenta los riesgos | |
| P12: ¿Cuáles son los motivos por el cual elige o erigiría este método y no otro? porq es lo que hasta hoy me llevo a generar lo que genere, pero no descarto otros metodos | |
| P13: ¿Buscaría ayuda profesional para la valuación? Si. ¿A quien consultaría y por qué? | contadores y marketing |
| P14: ¿Cuáles piensa usted son las principales variables que agregan valor a su empresa? que hoy funcionan todos y son lideres en el rubro. | |

#38 INCOMPLETO

Recopilador: Web Link (Enlace web) Comenzó: lunes, 28 de octubre de 2013 19:49:11 Última modificación: lunes, 28 de octubre de 2013 19:51:41 Tiempo destinado: 00:02:29 Dirección IP: 201.212.208.8

PÁGINA 1: Datos Demográficos y de la Empresa

| | |
|---|--------------------|
| P1: Indique su sexo | Masculino |
| P2: ¿Qué edad tiene? | Entre 31 y 50 años |
| P3: ¿Cuál es el nivel de educación mas alto que ha recibido? | Escuela primaria |
| P4: ¿Qué tipo de sociedad es su empresa? | Unipersonal |
| P5: ¿Con qué cantidad de empleados cuenta? | 1 a 5 |
| P6: Sobre la fundación de la Empresa, usted es | Fundador |

PÁGINA 2: Datos de la Actividad

| | |
|---|---------------------------------|
| P7: Actividad Principal (Puede especificar mas de una respuesta) | Otro (especifique) Bicerleteria |
| P8: ¿Cuán antigua es su empresa? Años | 5 a 10 |

PÁGINA 3: Sobre la valuación

| | |
|--|------------------------------------|
| P9: ¿Ha vendido/comprado/participado en una valuación de una empresa? | El encuestado omitió esta pregunta |
| P10: ¿Cuáles de los siguientes métodos utilizó o utilizaría? | El encuestado omitió esta pregunta |
| P11: ¿Cómo determinó en un primer momento su valor? (Si no ha vendido o comprado un emprendimiento, ¿Cómo lo haría si tuviese que hacerlo?) El encuestado omitió esta pregunta | |
| P12: ¿Cuáles son los motivos por el cual elige o erigiría este método y no otro? El encuestado omitió esta pregunta | |
| P13: ¿Buscaría ayuda profesional para la valuación? | El encuestado omitió esta pregunta |
| P14: ¿Cuáles piensa usted son las principales variables que agregan valor a su empresa? | |



El encuestado omitió esta pregunta

#39 COMPLETO [Corregida]

Recopilador: Web Link (Enlace web) Comenzó: martes, 29 de octubre de 2013 4:29:33 Última modificación: martes, 29 de octubre de 2013 4:37:07 Tiempo destinado: 00:07:34 Dirección IP: 186.22.180.214

PÁGINA 1: Datos Demográficos y de la Empresa

| | |
|--|--------------------|
| P1: Indique su sexo | Femenino |
| P2: ¿Qué edad tiene? | Entre 31 y 50 años |
| P3: ¿Cuál es el nivel de educación mas alto que ha recibido? | Universitario |
| P4: ¿Qué tipo de sociedad es su empresa? | Unipersonal |
| P5: ¿Con qué cantidad de empleados cuenta? | 1 a 5 |
| P6: Sobre la fundación de la Empresa, usted es | Fundador |

PÁGINA 2: Datos de la Actividad

| | |
|--|-------------------------|
| P7: Actividad Principal (Puede especificar mas de una respuesta) | Servicios profesionales |
| P8: ¿Cuán antigua es su empresa? Años | 5 a 10 |

PÁGINA 3: Sobre la valuación

| | |
|--|---|
| P9: ¿Ha vendido/comprado/participado en una valuación de una empresa? | No |
| P10: ¿Cuáles de los siguientes métodos utilizó o utilizaría? | Balance (Datos contables) [Promedio de distintos métodos] |
| P11: ¿Cómo determinó en un primer momento su valor? (Si no ha vendido o comprado un emprendimiento, ¿Cómo lo haría si tuviese que hacerlo? Por estimacion, considerando valores de: activos, pasivos, Recursos humanos, contingencias, proyeccion de ingresos y gastos, | |
| P12: ¿Cuáles son los motivos por el cual elige o erigiría este método y no otro? Me parece que refleja el movimiento y flujo de la empresa. | |
| P13: ¿Buscaría ayuda profesional para la valuación? Si. ¿A quien consultaría y por qué? | Contador, abogado y economista |
| P14: ¿Cuáles piensa usted son las principales variables que agregan valor a su empresa? Recursos humanos : Personal capacitado en el area. Solidos clientes. | |

#40 COMPLETO [Corregida]

Recopilador: Web Link (Enlace web) Comenzó: martes, 29 de octubre de 2013 5:36:41 Última modificación: martes, 29 de octubre de 2013 5:41:06 Tiempo destinado: 00:04:24 Dirección IP: 181.29.20.120



PÁGINA 1: Datos Demográficos y de la Empresa

| | |
|--|---|
| P1: Indique su sexo | Masculino |
| P2: ¿Qué edad tiene? | Entre 31 y 50 años |
| P3: ¿Cuál es el nivel de educación mas alto que ha recibido? | Posgrado (maestría, doctorado, etc.) |
| P4: ¿Qué tipo de sociedad es su empresa? | Otro (especifique) Sucursal de Empresa Extranjera |
| P5: ¿Con qué cantidad de empleados cuenta? | 11 a 30 |
| P6: Sobre la fundación de la Empresa, usted es | Otro (especifique) Apoderado |

PÁGINA 2: Datos de la Actividad

| | |
|--|--|
| P7: Actividad Principal (Puede especificar mas de una respuesta) | Servicios profesionales, Otro (especifique) Representación Comercial |
| P8: ¿Cuán antigua es su empresa? Años | 1 a 5 |

PÁGINA 3: Sobre la valuación

| | |
|---|--|
| P9: ¿Ha vendido/comprado/participado en una valuación de una empresa? | Si |
| P10: ¿Cuáles de los siguientes métodos utilizó o utilizaría? | Otro (especifique) [Promedio de distintos métodos] Descuento de flujo de fondos, más valoración de inventarios y valoración de intangibles, como licencias. |
| P11: ¿Cómo determinó en un primer momento su valor? (Si no ha vendido o comprado un emprendimiento, ¿Cómo lo haría si tuviese que hacerlo? Flujos de fondos descontados. | |
| P12: ¿Cuáles son los motivos por el cual elige o erigiría este método y no otro? Mide de alguna manera el potencial del negocio. | |
| P13: ¿Buscaría ayuda profesional para la valuación? Si. ¿A quien consultaría y por qué? | Asesores financieros con know how en la industria. |
| P14: ¿Cuáles piensa usted son las principales variables que agregan valor a su empresa? Las personas que la componen. Las empresas, son cajas vacías. | |

#41 INCOMPLETO

Recopilador: Web Link (Enlace web) Comenzó: martes, 29 de octubre de 2013 6:49:21 Última modificación: martes, 29 de octubre de 2013 6:50:31 Tiempo destinado: 00:01:09 Dirección IP: 186.137.72.144

PÁGINA 1: Datos Demográficos y de la Empresa

| | |
|--|--------------------|
| P1: Indique su sexo | Masculino |
| P2: ¿Qué edad tiene? | Entre 31 y 50 años |
| P3: ¿Cuál es el nivel de educación mas alto que ha recibido? | Universitario |
| P4: ¿Qué tipo de sociedad es su empresa? | Sociedad Anónima |
| P5: ¿Con qué cantidad de empleados cuenta? | 6 a 10 |



| | |
|---|-------------------|
| P6: Sobre la fundación de la Empresa, usted es | Hijo del Fundador |
|---|-------------------|

PÁGINA 2: Datos de la Actividad

| | |
|---|----------------------------|
| P7: Actividad Principal (Puede especificar mas de una respuesta) | Venta de Electrodomésticos |
| P8: ¿Cuán antigua es su empresa? Años | 10 a 20 |

PÁGINA 3: Sobre la valuación

| | |
|--|---|
| P9: ¿Ha vendido/comprado/participado en una valuación de una empresa? | <i>El encuestado omitió esta pregunta</i> |
| P10: ¿Cuáles de los siguientes métodos utilizó o utilizaría? | <i>El encuestado omitió esta pregunta</i> |
| P11: ¿Cómo determinó en un primer momento su valor? (Si no ha vendido o comprado un emprendimiento, ¿Cómo lo haría si tuviese que hacerlo?) | <i>El encuestado omitió esta pregunta</i> |
| P12: ¿Cuáles son los motivos por el cual elige o erigiría este método y no otro? | <i>El encuestado omitió esta pregunta</i> |
| P13: ¿Buscaría ayuda profesional para la valuación? | <i>El encuestado omitió esta pregunta</i> |
| P14: ¿Cuáles piensa usted son las principales variables que agregan valor a su empresa? | <i>El encuestado omitió esta pregunta</i> |

#42 COMPLETO

Recopilador: Web Link (Enlace web) Comenzó: martes, 29 de octubre de 2013 10:27:02 Última modificación: martes, 29 de octubre de 2013 10:31:12 Tiempo destinado: 00:04:10 Dirección IP: 186.153.177.194

PÁGINA 1: Datos Demográficos y de la Empresa

| | |
|---|--------------------------------------|
| P1: Indique su sexo | Masculino |
| P2: ¿Qué edad tiene? | Entre 31 y 50 años |
| P3: ¿Cuál es el nivel de educación mas alto que ha recibido? | Posgrado (maestría, doctorado, etc.) |
| P4: ¿Qué tipo de sociedad es su empresa? | Unipersonal |
| P5: ¿Con qué cantidad de empleados cuenta? | Sin empleados |
| P6: Sobre la fundación de la Empresa, usted es | Hijo del Fundador |

PÁGINA 2: Datos de la Actividad

| | |
|---|---|
| P7: Actividad Principal (Puede especificar mas de una respuesta) | Otro (especifique) Servicio repación antiguedades - Venta Antiguedades |
| P8: ¿Cuán antigua es su empresa? Años | mas de 30 |



PÁGINA 3: Sobre la valuación

| | |
|--|---|
| P9: ¿Ha vendido/comprado/participado en una valuación de una empresa? | No |
| P10: ¿Cuáles de los siguientes métodos utilizó o utilizaría? | Opciones |
| P11: ¿Cómo determinó en un primer momento su valor? (Si no ha vendido o comprado un emprendimiento, ¿Cómo lo haría si tuviese que hacerlo? Valor Financiero y valor intangible. | |
| P12: ¿Cuáles son los motivos por el cual elige o erigiría este método y no otro? calculo aproximado de la marca | |
| P13: ¿Buscaría ayuda profesional para la valuación? Si. ¿A quien consultaría y por qué? | especialista en marcas y demás profesionales economicas |
| P14: ¿Cuáles piensa usted son las principales variables que agregan valor a su empresa? valor humano, conocimiento, experiencia, antigüedad, reputación del cliente. | |

#43 COMPLETO Respuestas ingresadas en forma manual

Recopilador: Ingreso Manual (Enlace web) Comenzó: martes, 29 de octubre de 2013 11:23:17 Última modificación: martes, 29 de octubre de 2013 11:25:10 Tiempo destinado: 00:01:52 Dirección IP: 190.17.134.11

PÁGINA 1: Datos Demográficos y de la Empresa

| | |
|--|--------------------|
| P1: Indique su sexo | Femenino |
| P2: ¿Qué edad tiene? | Mayor a 50 años |
| P3: ¿Cuál es el nivel de educación mas alto que ha recibido? | Escuela secundaria |
| P4: ¿Qué tipo de sociedad es su empresa? | Unipersonal |
| P5: ¿Con qué cantidad de empleados cuenta? | Sin empleados |
| P6: Sobre la fundación de la Empresa, usted es | Hijo del Fundador |

PÁGINA 2: Datos de la Actividad

| | |
|--|------------------------------|
| P7: Actividad Principal (Puede especificar mas de una respuesta) | Kiosco de Diarios y Revistas |
| P8: ¿Cuán antigua es su empresa? Años | mas de 30 |

PÁGINA 3: Sobre la valuación

| | |
|---|---------------------------|
| P9: ¿Ha vendido/comprado/participado en una valuación de una empresa? | No |
| P10: ¿Cuáles de los siguientes métodos utilizó o utilizaría? | Balance (Datos contables) |
| P11: ¿Cómo determinó en un primer momento su valor? (Si no ha vendido o comprado un emprendimiento, ¿Cómo lo haría si tuviese que hacerlo? Mediante un Balance | |
| P12: ¿Cuáles son los motivos por el cual elige o erigiría este método y no otro? Por considerarlo el mas exacto. | |
| P13: ¿Buscaría ayuda profesional para la | Contador público |



| | |
|--|--|
| valuación? Sí. ¿A quien consultaría y por qué? | |
| P14: ¿Cuáles piensa usted son las principales variables que agregan valor a su empresa? Cartera de clientes estable, exclusividad en los productos ofrecidos | |

#44 COMPLETO

Recopilador: Web Link (Enlace web) Comenzó: martes, 29 de octubre de 2013 11:35:30 Última modificación: martes, 29 de octubre de 2013 11:44:27 Tiempo destinado: 00:08:57 Dirección IP: 181.29.67.240

PÁGINA 1: Datos Demográficos y de la Empresa

| | |
|--|--------------------------------------|
| P1: Indique su sexo | Masculino |
| P2: ¿Qué edad tiene? | Entre 31 y 50 años |
| P3: ¿Cuál es el nivel de educación mas alto que ha recibido? | Universitario |
| P4: ¿Qué tipo de sociedad es su empresa? | Sociedad de Responsabilidad Limitada |
| P5: ¿Con qué cantidad de empleados cuenta? | 6 a 10 |
| P6: Sobre la fundación de la Empresa, usted es | Fundador |

PÁGINA 2: Datos de la Actividad

| | |
|--|---|
| P7: Actividad Principal (Puede especificar mas de una respuesta) | Otro (especifique) Medios Periodísticos |
| P8: ¿Cuán antigua es su empresa? Años | 5 a 10 |

PÁGINA 3: Sobre la valuación

| | |
|---|---|
| P9: ¿Ha vendido/comprado/participado en una valuación de una empresa? | Sí |
| P10: ¿Cuáles de los siguientes métodos utilizó o utilizaría? | Múltiplos (Ej.: Multiplicar ventas por un numero x) |
| P11: ¿Cómo determinó en un primer momento su valor? (Si no ha vendido o comprado un emprendimiento, ¿Cómo lo haría si tuviese que hacerlo? Balances Anuales y posibilidad de crecimiento | |
| P12: ¿Cuáles son los motivos por el cual elige o erigiría este método y no otro? No hay ninguno que me convenza más | |
| P13: ¿Buscaría ayuda profesional para la valuación? No. ¿Por qué? | Tengo Contadores en la familia |
| P14: ¿Cuáles piensa usted son las principales variables que agregan valor a su empresa? Escasa competencia, calidad y compromiso con el sector. Historial. | |

#45 COMPLETO

Recopilador: Web Link (Enlace web) Comenzó: miércoles, 30 de octubre de 2013 8:58:06 Última modificación: miércoles, 30 de octubre de 2013 9:10:11 Tiempo destinado: 00:12:05 Dirección IP: 186.18.101.22



PÁGINA 1: Datos Demográficos y de la Empresa

| | |
|--|--------------------|
| P1: Indique su sexo | Femenino |
| P2: ¿Qué edad tiene? | Entre 31 y 50 años |
| P3: ¿Cuál es el nivel de educación mas alto que ha recibido? | Universitario |
| P4: ¿Qué tipo de sociedad es su empresa? | Unipersonal |
| P5: ¿Con qué cantidad de empleados cuenta? | Sin empleados |
| P6: Sobre la fundación de la Empresa, usted es | Fundador |

PÁGINA 2: Datos de la Actividad

| | |
|--|--|
| P7: Actividad Principal (Puede especificar mas de una respuesta) | Otro (especifique) Venta de cosas muebles por internet |
| P8: ¿Cuán antigua es su empresa? Años | 1 a 5 |

PÁGINA 3: Sobre la valuación

| | |
|--|---|
| P9: ¿Ha vendido/comprado/participado en una valuación de una empresa? | No |
| P10: ¿Cuáles de los siguientes métodos utilizó o utilizaría? | Balance (Datos contables) |
| P11: ¿Cómo determinó en un primer momento su valor? (Si no ha vendido o comprado un emprendimiento, ¿Cómo lo haría si tuviese que hacerlo?) Resultados arrojados por el balance | |
| P12: ¿Cuáles son los motivos por el cual elige o erigiría este método y no otro? Me parece que es el que refleja los datos más precisos | |
| P13: ¿Buscaría ayuda profesional para la valuación? Si. ¿A quien consultaría y por qué? | A un contador porque es la persona idónea |
| P14: ¿Cuáles piensa usted son las principales variables que agregan valor a su empresa? Los recursos humanos | |

#46 COMPLETO

Recopilador: Web Link (Enlace web) Comenzó: miércoles, 30 de octubre de 2013 10:22:29 Última modificación: miércoles, 30 de octubre de 2013 13:00:10 Tiempo destinado: 02:37:41 Dirección IP: 190.195.14.78

PÁGINA 1: Datos Demográficos y de la Empresa

| | |
|--|--------------------------------------|
| P1: Indique su sexo | Femenino |
| P2: ¿Qué edad tiene? | Entre 31 y 50 años |
| P3: ¿Cuál es el nivel de educación mas alto que ha recibido? | Posgrado (maestría, doctorado, etc.) |
| P4: ¿Qué tipo de sociedad es su empresa? | Unipersonal |
| P5: ¿Con qué cantidad de empleados cuenta? | Sin empleados |
| P6: Sobre la fundación de la Empresa, usted es | Fundador |



PÁGINA 2: Datos de la Actividad

| | |
|--|------------------------------|
| P7: Actividad Principal (Puede especificar mas de una respuesta) | Venta Indumentaria y zapatos |
| P8: ¿Cuán antigua es su empresa? Años | Menor a 1 |

PÁGINA 3: Sobre la valuación

| | |
|---|---|
| P9: ¿Ha vendido/comprado/participado en una valuación de una empresa? | No |
| P10: ¿Cuáles de los siguientes métodos utilizó o utilizaría? | Promedio de distintos métodos |
| P11: ¿Cómo determinó en un primer momento su valor? (Si no ha vendido o comprado un emprendimiento, ¿Cómo lo haría si tuviese que hacerlo? Descontaría el flujo de fondos de 10 años, a su vez haría una revaluación de las acciones y multiplicaría el BAIT por "x" cantidad según la industria. De lo obtenido en por cada método, fijaría el valor que más se ajuste según el valor que crea la empresa y otras variables subjetivas. | |
| P12: ¿Cuáles son los motivos por el cual elige o erigiría este método y no otro? Elijo varios métodos, con el fin de obtener una visión más objetiva y la generación de valor futuro por parte de la empresa. | |
| P13: ¿Buscaría ayuda profesional para la valuación? No. ¿Por qué? | Depende, según el comprador y el tipo de empresa. |
| P14: ¿Cuáles piensa usted son las principales variables que agregan valor a su empresa? El modelo de negocio. Si existe un valor de marca reconocido en el mercado. Potencial crecimiento. Fondo de comercio. | |

#47 COMPLETO

Recopilador: Web Link (Enlace web) Comenzó: miércoles, 30 de octubre de 2013 13:06:07 Última modificación: miércoles, 30 de octubre de 2013 13:12:21 Tiempo destinado: 00:06:13 Dirección IP: 200.3.94.35

PÁGINA 1: Datos Demográficos y de la Empresa

| | |
|--|--------------------------------------|
| P1: Indique su sexo | Masculino |
| P2: ¿Qué edad tiene? | Mayor a 50 años |
| P3: ¿Cuál es el nivel de educación más alto que ha recibido? | Universitario |
| P4: ¿Qué tipo de sociedad es su empresa? | Sociedad de Responsabilidad Limitada |
| P5: ¿Con qué cantidad de empleados cuenta? | 11 a 30 |
| P6: Sobre la fundación de la Empresa, usted es | Fundador |

PÁGINA 2: Datos de la Actividad

| | |
|--|------------------------|
| P7: Actividad Principal (Puede especificar mas de una respuesta) | Servicios informáticos |
| P8: ¿Cuán antigua es su empresa? Años | 10 a 20 |



PÁGINA 3: Sobre la valuación

| | |
|--|---|
| P9: ¿Ha vendido/comprado/participado en una valuación de una empresa? | No |
| P10: ¿Cuáles de los siguientes métodos utilizó o utilizaría? | Balance (Datos contables) |
| P11: ¿Cómo determinó en un primer momento su valor? (Si no ha vendido o comprado un emprendimiento, ¿Cómo lo haría si tuviese que hacerlo? Ventas. Inventario. Análisis de mercado. | |
| P12: ¿Cuáles son los motivos por el cual elige o erigiría este método y no otro? Parece el más racional. | |
| P13: ¿Buscaría ayuda profesional para la valuación? Si. ¿A quien consultaría y por qué? | A un contador reconocido por mi profesionalmente. Por confianza. |
| P14: ¿Cuáles piensa usted son las principales variables que agregan valor a su empresa? Los productos que se ofrecen. | |

#48 COMPLETO

Recopilador: Web Link (Enlace web) Comenzó: miércoles, 30 de octubre de 2013 14:00:59 Última modificación: miércoles, 30 de octubre de 2013 14:10:16 Tiempo destinado: 00:09:16 Dirección IP: 190.194.212.34

PÁGINA 1: Datos Demográficos y de la Empresa

| | |
|--|--------------------------------------|
| P1: Indique su sexo | Masculino |
| P2: ¿Qué edad tiene? | Mayor a 50 años |
| P3: ¿Cuál es el nivel de educación mas alto que ha recibido? | Posgrado (maestría, doctorado, etc.) |
| P4: ¿Qué tipo de sociedad es su empresa? | Unipersonal |
| P5: ¿Con qué cantidad de empleados cuenta? | Sin empleados |
| P6: Sobre la fundación de la Empresa, usted es | Fundador |

PÁGINA 2: Datos de la Actividad

| | |
|--|-----------------------------|
| P7: Actividad Principal (Puede especificar mas de una respuesta) | Almacén alimentos y bebidas |
| P8: ¿Cuán antigua es su empresa? Años | 1 a 5 |

PÁGINA 3: Sobre la valuación

| | |
|--|-------------------------------|
| P9: ¿Ha vendido/comprado/participado en una valuación de una empresa? | No |
| P10: ¿Cuáles de los siguientes métodos utilizó o utilizaría? | Promedio de distintos métodos |
| P11: ¿Cómo determinó en un primer momento su valor? (Si no ha vendido o comprado un emprendimiento, ¿Cómo lo haría si tuviese que hacerlo? Análisis de mercado producto y Segmentacion Comparacion de cuadros de resultados | |



| | |
|--|--|
| P12: ¿Cuáles son los motivos por el cual elige o erigiría este método y no otro? Conocer la realidad actual del emprendimiento y su posible proyección | |
| P13: ¿Buscaría ayuda profesional para la valuación? Si. ¿A quien consultaría y por qué? | Contador / estudio marketing por la profundidad y seguridad del analisis |
| P14: ¿Cuáles piensa usted son las principales variables que agregan valor a su empresa? Calidad de productos y precio | |

#49 COMPLETO

Recopilador: Web Link (Enlace web) Comenzó: miércoles, 30 de octubre de 2013 14:51:26 Última modificación: miércoles, 30 de octubre de 2013 14:53:57 Tiempo destinado: 00:02:31 Dirección IP: 200.47.15.214

PÁGINA 1: Datos Demográficos y de la Empresa

| | |
|---|--------------------|
| P1: Indique su sexo | Masculino |
| P2: ¿Qué edad tiene? | Mayor a 50 años |
| P3: ¿Cuál es el nivel de educación mas alto que ha recibido? | Escuela secundaria |
| P4: ¿Qué tipo de sociedad es su empresa? | Sociedad Anónima |
| P5: ¿Con qué cantidad de empleados cuenta? | 101 a 500 |
| P6: Sobre la fundación de la Empresa, usted es | Hijo del Fundador |

PÁGINA 2: Datos de la Actividad

| | |
|---|-----------|
| P7: Actividad Principal (Puede especificar mas de una respuesta) | Seguridad |
| P8: ¿Cuán antigua es su empresa? Años | 10 a 20 |

PÁGINA 3: Sobre la valuación

| | |
|--|-------------------------------|
| P9: ¿Ha vendido/comprado/participado en una valuación de una empresa? | No |
| P10: ¿Cuáles de los siguientes métodos utilizó o utilizaría? | Promedio de distintos métodos |
| P11: ¿Cómo determinó en un primer momento su valor? (Si no ha vendido o comprado un emprendimiento, ¿Cómo lo haría si tuviese que hacerlo? x | |
| P12: ¿Cuáles son los motivos por el cual elige o erigiría este método y no otro? x | |
| P13: ¿Buscaría ayuda profesional para la valuación? Si. ¿A quien consultaría y por qué? No. ¿Por qué? | x x |
| P14: ¿Cuáles piensa usted son las principales variables que agregan valor a su empresa? x | |



#50 COMPLETO *Respuestas ingresadas en forma manual [Corregida]*

Recopilador: Ingreso Manual (Enlace web) Comenzó: miércoles, 30 de octubre de 2013 15:27:52 Última modificación: miércoles, 30 de octubre de 2013 15:29:44 Tiempo destinado: 00:01:51 Dirección IP: 186.23.215.168

PÁGINA 1: Datos Demográficos y de la Empresa

| | |
|--|------------------|
| P1: Indique su sexo | Femenino |
| P2: ¿Qué edad tiene? | Mayor a 50 años |
| P3: ¿Cuál es el nivel de educación mas alto que ha recibido? | Escuela primaria |
| P4: ¿Qué tipo de sociedad es su empresa? | Unipersonal |
| P5: ¿Con qué cantidad de empleados cuenta? | 1 a 5 |
| P6: Sobre la fundación de la Empresa, usted es | Fundador |

PÁGINA 2: Datos de la Actividad

| | |
|--|----------------------------------|
| P7: Actividad Principal (Puede especificar mas de una respuesta) | Composturas zapatos/indumentaria |
| P8: ¿Cuán antigua es su empresa? Años | 10 a 20 |

PÁGINA 3: Sobre la valuación

| | |
|--|--------------------------------|
| P9: ¿Ha vendido/comprado/participado en una valuación de una empresa? | No |
| P10: ¿Cuáles de los siguientes métodos utilizó o utilizaría? | Otro (especifique) Tasador |
| P11: ¿Cómo determinó en un primer momento su valor? (Si no ha vendido o comprado un emprendimiento, ¿Cómo lo haría si tuviese que hacerlo?) Llamaría a un tasador | |
| P12: ¿Cuáles son los motivos por el cual elige o erigiría este método y no otro? No tengo idea como saber cuanto vale mi negocio | |
| P13: ¿Buscaría ayuda profesional para la valuación? Si. ¿A quien consultaría y por qué? | Tasador, porque sabe del tema. |
| P14: ¿Cuáles piensa usted son las principales variables que agregan valor a su empresa? La atención y la clientela. | |

#51 COMPLETO

Recopilador: Web Link (Enlace web) Comenzó: jueves, 31 de octubre de 2013 12:30:02 Última modificación: jueves, 31 de octubre de 2013 12:41:41 Tiempo destinado: 00:11:38 Dirección IP: 190.17.135.152

PÁGINA 1: Datos Demográficos y de la Empresa

| | |
|---|--------------------|
| P1: Indique su sexo | Masculino |
| P2: ¿Qué edad tiene? | Entre 31 y 50 años |
| P3: ¿Cuál es el nivel de educación mas alto que | Escuela secundaria |



| | |
|--|-------------|
| ha recibido? | |
| P4: ¿Qué tipo de sociedad es su empresa? | Unipersonal |
| P5: ¿Con qué cantidad de empleados cuenta? | 6 a 10 |
| P6: Sobre la fundación de la Empresa, usted es | Fundador |

PÁGINA 2: Datos de la Actividad

| | |
|--|-------------------|
| P7: Actividad Principal (Puede especificar mas de una respuesta) | Gastronomía/Bares |
| P8: ¿Cuán antigua es su empresa? Años | 10 a 20 |

PÁGINA 3: Sobre la valuación

| | |
|---|--|
| P9: ¿Ha vendido/comprado/participado en una valuación de una empresa? | Si |
| P10: ¿Cuáles de los siguientes métodos utilizó o utilizaría? | Promedio de distintos métodos |
| P11: ¿Cómo determinó en un primer momento su valor? (Si no ha vendido o comprado un emprendimiento, ¿Cómo lo haría si tuviese que hacerlo? DESPUES DE PONER UN PUNTO FIJO EN DICHA EMPRESA QUE A V A LE LOS DA TOS QUE HABIAN SIDO SUMINISTRADOS Y HAVER CALCULADO EL COSTO TOTAL OPERATIVO, MULTIPLIQUE POR 12 O 18 POR LA GANANCIA TOTAL DE UN MES (LA DIFERENCIA DE 12 A 18) TIENE QUE VER CON EL MOBILIARIO QUE TUVIESE DICHA EMPRESA. | |
| P12: ¿Cuáles son los motivos por el cual elige o erigiría este método y no otro? EN CASO DE COMPRAR O VENDER UNO TIENE UN PARAMETRO REAL DE QUE EN UNA DETERMINADA CANTIDAD DE MESES RECUPERARIA LA INVERSION. | |
| P13: ¿Buscaría ayuda profesional para la valuación? Si. ¿A quien consultaría y por qué? | SI, A OTRO EMPRESARIO POR SU EXPERIENCIA |
| P14: ¿Cuáles piensa usted son las principales variables que agregan valor a su empresa? PERDURA R, CON UN CRECIMIENTO SOSTENIDO EN EL TIEMPO. | |

#52 COMPLETO [Descartada]

Recopilador: Web Link (Enlace web) Comenzó: jueves, 31 de octubre de 2013 17:05:02 Última modificación: jueves, 31 de octubre de 2013 17:09:50 Tiempo destinado: 00:04:47 Dirección IP: 190.173.223.205

PÁGINA 1: Datos Demográficos y de la Empresa

| | |
|--|--------------------|
| P1: Indique su sexo | Masculino |
| P2: ¿Qué edad tiene? | Entre 31 y 50 años |
| P3: ¿Cuál es el nivel de educación mas alto que ha recibido? | Escuela secundaria |
| P4: ¿Qué tipo de sociedad es su empresa? | Unipersonal |
| P5: ¿Con qué cantidad de empleados cuenta? | Sin empleados |
| P6: Sobre la fundación de la Empresa, usted es | Fundador |

PÁGINA 2: Datos de la Actividad

| | |
|--|------------------------|
| P7: Actividad Principal (Puede especificar mas | Servicios informáticos |
|--|------------------------|



| | |
|--|-------|
| de una respuesta) | |
| P8: ¿Cuán antigua es su empresa? Años | 1 a 5 |

PÁGINA 3: Sobre la valuación

| | |
|---|-------------------------|
| P9: ¿Ha vendido/comprado/participado en una valuación de una empresa? | No |
| P10: ¿Cuáles de los siguientes métodos utilizó o utilizaría? | Ninguno |
| P11: ¿Cómo determinó en un primer momento su valor? (Si no ha vendido o comprado un emprendimiento, ¿Cómo lo haría si tuviese que hacerlo? El valor lo doy en el servicio que brindo y cuan importante es para el cliente, mas aun si requiere de una urgencia | |
| P12: ¿Cuáles son los motivos por el cual elige o erigiría este método y no otro? es la forma mas directa de mostrar eficiencia, eficacia y confiabilidad por el servicio que se ofrece | |
| P13: ¿Buscaría ayuda profesional para la valuación? No. ¿Por qué? | porque nuca lo necesite |
| P14: ¿Cuáles piensa usted son las principales variables que agregan valor a su empresa? Confianza, veracidad (demostrandola todo el tiempo) dedicacion | |

#53 COMPLETO

Recopilador: Web Link (Enlace web) Comenzó: jueves, 31 de octubre de 2013 18:46:06 Última modificación: jueves, 31 de octubre de 2013 18:53:32 Tiempo destinado: 00:07:26 Dirección IP: 201.254.124.122

PÁGINA 1: Datos Demográficos y de la Empresa

| | |
|--|--------------------|
| P1: Indique su sexo | Masculino |
| P2: ¿Qué edad tiene? | Entre 31 y 50 años |
| P3: ¿Cuál es el nivel de educación mas alto que ha recibido? | Escuela secundaria |
| P4: ¿Qué tipo de sociedad es su empresa? | Unipersonal |
| P5: ¿Con qué cantidad de empleados cuenta? | Sin empleados |
| P6: Sobre la fundación de la Empresa, usted es | Fundador |

PÁGINA 2: Datos de la Actividad

| | |
|--|--|
| P7: Actividad Principal (Puede especificar mas de una respuesta) | Industria Alimentos y bebidas, Gastronomía/Bares |
| P8: ¿Cuán antigua es su empresa? Años | Menor a 1 |

PÁGINA 3: Sobre la valuación

| | |
|---|---------|
| P9: ¿Ha vendido/comprado/participado en una valuación de una empresa? | No |
| P10: ¿Cuáles de los siguientes métodos utilizó o utilizaría? | Ninguno |



| | |
|--|--|
| P11: ¿Cómo determinó en un primer momento su valor? (Si no ha vendido o comprado un emprendimiento, ¿Cómo lo haría si tuviese que hacerlo? Evaluaría la utilidad. Ventas Vs. Gastos fijos | |
| P12: ¿Cuáles son los motivos por el cual elige o erigiría este método y no otro? Me parece el mas adecuado para evaluar si me sirve o no. Teniendo en cuenta el potencial crecimiento que puedo generarle. | |
| P13: ¿Buscaría ayuda profesional para la valuación? Si. ¿A quien consultaría y por qué? | A alguien que sepa del rubro en cuestión |
| P14: ¿Cuáles piensa usted son las principales variables que agregan valor a su empresa? La atención personalizada, y el trato al cliente. | |

#54 COMPLETO *Respuestas ingresadas en forma manual*

Recopilador: Ingreso Manual (Enlace web) Comenzó: viernes, 01 de noviembre de 2013 10:13:52 Última modificación: viernes, 01 de noviembre de 2013 10:15:31 Tiempo destinado: 00:01:39 Dirección IP: 190.17.134.11

PÁGINA 1: Datos Demográficos y de la Empresa

| | |
|---|--------------------------------------|
| P1: Indique su sexo | Masculino |
| P2: ¿Qué edad tiene? | Entre 31 y 50 años |
| P3: ¿Cuál es el nivel de educación mas alto que ha recibido? | Universitario |
| P4: ¿Qué tipo de sociedad es su empresa? | Sociedad de Responsabilidad Limitada |
| P5: ¿Con qué cantidad de empleados cuenta? | 1 a 5 |
| P6: Sobre la fundación de la Empresa, usted es | Fundador |

PÁGINA 2: Datos de la Actividad

| | |
|---|------------------------|
| P7: Actividad Principal (Puede especificar mas de una respuesta) | Industria Construcción |
| P8: ¿Cuán antigua es su empresa? Años | 1 a 5 |

PÁGINA 3: Sobre la valuación

| | |
|--|---|
| P9: ¿Ha vendido/comprado/participado en una valuación de una empresa? | No |
| P10: ¿Cuáles de los siguientes métodos utilizó o utilizaría? | Múltiplos (Ej.: Multiplicar ventas por un numero x) |
| P11: ¿Cómo determinó en un primer momento su valor? (Si no ha vendido o comprado un emprendimiento, ¿Cómo lo haría si tuviese que hacerlo? Multiplicaría la ganancia por un año. | |
| P12: ¿Cuáles son los motivos por el cual elige o erigiría este método y no otro? Porque es el que conozco. | |
| P13: ¿Buscaría ayuda profesional para la valuación? Si. ¿A quien consultaría y por qué? | A un contador por la confianza. |
| P14: ¿Cuáles piensa usted son las principales variables que agregan valor a su empresa? La cartera de clientes. | |



#55 COMPLETO

Recopilador: Web Link (Enlace web) **Comenzó:** viernes, 01 de noviembre de 2013 12:08:26 **Última modificación:** viernes, 01 de noviembre de 2013 12:14:37 **Tiempo destinado:** 00:06:11 **Dirección IP:** 186.134.52.60

PÁGINA 1: Datos Demográficos y de la Empresa

| | |
|--|--|
| P1: Indique su sexo | Femenino |
| P2: ¿Qué edad tiene? | Mayor a 50 años |
| P3: ¿Cuál es el nivel de educación mas alto que ha recibido? | Escuela secundaria |
| P4: ¿Qué tipo de sociedad es su empresa? | Unipersonal |
| P5: ¿Con qué cantidad de empleados cuenta? | Sin empleados |
| P6: Sobre la fundación de la Empresa, usted es | Otro (especifique) ESPOSA DEL FUNDADOR |

PÁGINA 2: Datos de la Actividad

| | |
|--|---------------------------------------|
| P7: Actividad Principal (Puede especificar mas de una respuesta) | Otro (especifique) SERVICIOS GRAFICOS |
| P8: ¿Cuán antigua es su empresa? Años | mas de 30 |

PÁGINA 3: Sobre la valuación

| | |
|---|--------------------------------|
| P9: ¿Ha vendido/comprado/participado en una valuación de una empresa? | No |
| P10: ¿Cuáles de los siguientes métodos utilizó o utilizaría? | Fondo de comercio |
| P11: ¿Cómo determinó en un primer momento su valor? (Si no ha vendido o comprado un emprendimiento, ¿Cómo lo haría si tuviese que hacerlo? CONSULTANDO CON COLEGAS | |
| P12: ¿Cuáles son los motivos por el cual elige o erigiría este método y no otro? POR NO TENER LA MINIMA IDEA SOBRE EL TEMA | |
| P13: ¿Buscaría ayuda profesional para la valuación? Si. ¿A quien consultaría y por qué? | A COLEGAS POR ESTAR EN EL TEMA |
| P14: ¿Cuáles piensa usted son las principales variables que agregan valor a su empresa? LA CALIDAD DE LOS CLIENTES, RESPONSABILIDAD CON LOS MISMOS | |

#56 COMPLETO *Respuestas ingresadas en forma manual*

Recopilador: Ingreso Manual (Enlace web) **Comenzó:** domingo, 03 de noviembre de 2013 16:38:15 **Última modificación:** domingo, 03 de noviembre de 2013 16:41:46 **Tiempo destinado:** 00:03:31 **Dirección IP:** 186.23.215.168

PÁGINA 1: Datos Demográficos y de la Empresa

| | |
|---|--------------------|
| P1: Indique su sexo | Femenino |
| P2: ¿Qué edad tiene? | Entre 31 y 50 años |
| P3: ¿Cuál es el nivel de educación mas alto que | Universitario |



| | |
|--|---------------|
| ha recibido? | |
| P4: ¿Qué tipo de sociedad es su empresa? | Unipersonal |
| P5: ¿Con qué cantidad de empleados cuenta? | Sin empleados |
| P6: Sobre la fundación de la Empresa, usted es | Fundador |

PÁGINA 2: Datos de la Actividad

| | |
|--|--|
| P7: Actividad Principal (Puede especificar mas de una respuesta) | Otro (especifique) Fabricación objetos de vajilla y decoración en vitrofusión. (artesanal). |
| P8: ¿Cuán antigua es su empresa? Años | 1 a 5 |

PÁGINA 3: Sobre la valuación

| | |
|---|-------------------------------------|
| P9: ¿Ha vendido/comprado/participado en una valuación de una empresa? | No |
| P10: ¿Cuáles de los siguientes métodos utilizó o utilizaría? | Balance (Datos contables) |
| P11: ¿Cómo determinó en un primer momento su valor? (Si no ha vendido o comprado un emprendimiento, ¿Cómo lo haría si tuviese que hacerlo? Con el capital que invertí. | |
| P12: ¿Cuáles son los motivos por el cual elige o erigiría este método y no otro? Porque es un trabajo artesanal. | |
| P13: ¿Buscaría ayuda profesional para la valuación? Si. ¿A quien consultaría y por qué? | Si, a un especialista en Marketing. |
| P14: ¿Cuáles piensa usted son las principales variables que agregan valor a su empresa? Innovación de nuevas técnicas de elaboración y producción. | |

#57 COMPLETO *Respuestas ingresadas en forma manual*

Recopilador: Ingreso Manual (Enlace web) Comenzó: domingo, 03 de noviembre de 2013 16:41:56 Última modificación: domingo, 03 de noviembre de 2013 16:46:24 Tiempo destinado: 00:04:27 Dirección IP: 186.23.215.168

PÁGINA 1: Datos Demográficos y de la Empresa

| | |
|--|-------------------|
| P1: Indique su sexo | Femenino |
| P2: ¿Qué edad tiene? | Mayor a 50 años |
| P3: ¿Cuál es el nivel de educación mas alto que ha recibido? | Universitario |
| P4: ¿Qué tipo de sociedad es su empresa? | Sociedad de Hecho |
| P5: ¿Con qué cantidad de empleados cuenta? | Sin empleados |
| P6: Sobre la fundación de la Empresa, usted es | Fundador |

PÁGINA 2: Datos de la Actividad

| | |
|--|--|
| P7: Actividad Principal (Puede especificar mas de una respuesta) | Industria Textil, Venta Indumentaria y zapatos |
| P8: ¿Cuán antigua es su empresa? | 1 a 5 |



| | |
|------|--|
| Años | |
|------|--|

PÁGINA 3: Sobre la valuación

| | |
|--|---|
| P9: ¿Ha vendido/comprado/participado en una valuación de una empresa? | No |
| P10: ¿Cuáles de los siguientes métodos utilizó o utilizaría? | Promedio de distintos métodos |
| P11: ¿Cómo determinó en un primer momento su valor? (Si no ha vendido o comprado un emprendimiento, ¿Cómo lo haría si tuviese que hacerlo? Con la inversión que realicé y mi capital propio mas la ganancias. | |
| P12: ¿Cuáles son los motivos por el cual elige o erigiría este método y no otro? Porque en el momento que lo realizo había mas rentabilidad de producto. | |
| P13: ¿Buscaría ayuda profesional para la valuación? Si. ¿A quien consultaría y por qué? | Buscaría un especialista en Marketing y asesoramiento impositivo. |
| P14: ¿Cuáles piensa usted son las principales variables que agregan valor a su empresa? El Marketing y el trabajo personal. | |

#58 COMPLETO *Respuestas ingresadas en forma manual*

Recopilador: Ingreso Manual (Enlace web) Comenzó: domingo, 03 de noviembre de 2013 16:46:34 Última modificación: domingo, 03 de noviembre de 2013 16:51:03 Tiempo destinado: 00:04:28 Dirección IP: 186.23.215.168

PÁGINA 1: Datos Demográficos y de la Empresa

| | |
|--|--------------------|
| P1: Indique su sexo | Masculino |
| P2: ¿Qué edad tiene? | Entre 31 y 50 años |
| P3: ¿Cuál es el nivel de educación mas alto que ha recibido? | Escuela secundaria |
| P4: ¿Qué tipo de sociedad es su empresa? | Unipersonal |
| P5: ¿Con qué cantidad de empleados cuenta? | Sin empleados |
| P6: Sobre la fundación de la Empresa, usted es | Fundador |

PÁGINA 2: Datos de la Actividad

| | |
|--|--|
| P7: Actividad Principal (Puede especificar mas de una respuesta) | Otro (especifique) Venta y colocación de vidrios y espejos. |
| P8: ¿Cuán antigua es su empresa? Años | 5 a 10 |

PÁGINA 3: Sobre la valuación

| | |
|---|-------------------|
| P9: ¿Ha vendido/comprado/participado en una valuación de una empresa? | No |
| P10: ¿Cuáles de los siguientes métodos utilizó o utilizaría? | Fondo de comercio |
| P11: ¿Cómo determinó en un primer momento su valor? (Si no ha vendido o comprado un emprendimiento, ¿Cómo lo haría si tuviese que hacerlo? La inversión mas el trabajo personal mas la ganancia. | |



| | |
|---|----------------|
| P12: ¿Cuáles son los motivos por el cual elige o erigiría este método y no otro? No conozco otro. | |
| P13: ¿Buscaría ayuda profesional para la valuación? Si. ¿A quien consultaría y por qué? | A un contador. |
| P14: ¿Cuáles piensa usted son las principales variables que agregan valor a su empresa? Marketing, conexión con profesionales del rubro y la calidad del producto y la recomendación boca y boca. | |

#59 COMPLETO

Recopilador: Web Link (Enlace web) Comenzó: lunes, 04 de noviembre de 2013 7:18:21 Última modificación: lunes, 04 de noviembre de 2013 7:26:49 Tiempo destinado: 00:08:28 Dirección IP: 200.47.15.214

PÁGINA 1: Datos Demográficos y de la Empresa

| | |
|---|--------------------------------------|
| P1: Indique su sexo | Masculino |
| P2: ¿Qué edad tiene? | Entre 31 y 50 años |
| P3: ¿Cuál es el nivel de educación mas alto que ha recibido? | Universitario |
| P4: ¿Qué tipo de sociedad es su empresa? | Sociedad de Responsabilidad Limitada |
| P5: ¿Con qué cantidad de empleados cuenta? | 101 a 500 |
| P6: Sobre la fundación de la Empresa, usted es | Fundador |

PÁGINA 2: Datos de la Actividad

| | |
|---|-----------|
| P7: Actividad Principal (Puede especificar mas de una respuesta) | Seguridad |
| P8: ¿Cuán antigua es su empresa? Años | 10 a 20 |

PÁGINA 3: Sobre la valuación

| | |
|--|--|
| P9: ¿Ha vendido/comprado/participado en una valuación de una empresa? | Si |
| P10: ¿Cuáles de los siguientes métodos utilizó o utilizaría? | Descuento de flujos de fondos |
| P11: ¿Cómo determinó en un primer momento su valor? (Si no ha vendido o comprado un emprendimiento, ¿Cómo lo haría si tuviese que hacerlo? Como citaba, tomando el flujo de fondos actual + proyectado y comparandolo con una tasa de interes para otro tipo de inversión. | |
| P12: ¿Cuáles son los motivos por el cual elige o erigiría este método y no otro? Por que si vendo la empresa, voy a realizar otro tipo de inversión con el resultante de la misma, y por ende, debo realizar una comparativa para ver a que valor debo vender. | |
| P13: ¿Buscaría ayuda profesional para la valuación? Si. ¿A quien consultaría y por qué? | Si. un asesor legal y otro financiero, para quedarme tranquilo respecto a los riesgos de la operación. |
| P14: ¿Cuáles piensa usted son las principales variables que agregan valor a su empresa? La calidad del servicio vs. la competencia y la velocidad en que se mejoran los procesos y se introducen nuevos productos al mercado. | |



#60 COMPLETO *Respuestas ingresadas en forma manual [Corregida]*

Recopilador: Ingreso Manual (Enlace web) Comenzó: lunes, 04 de noviembre de 2013 15:17:04 Última modificación: lunes, 04 de noviembre de 2013 15:19:41 Tiempo destinado: 00:02:37 Dirección IP: 186.23.215.168

PÁGINA 1: Datos Demográficos y de la Empresa

| | |
|--|--------------------|
| P1: Indique su sexo | Masculino |
| P2: ¿Qué edad tiene? | Entre 31 y 50 años |
| P3: ¿Cuál es el nivel de educación mas alto que ha recibido? | Escuela secundaria |
| P4: ¿Qué tipo de sociedad es su empresa? | Unipersonal |
| P5: ¿Con qué cantidad de empleados cuenta? | Sin empleados |
| P6: Sobre la fundación de la Empresa, usted es | Fundador |

PÁGINA 2: Datos de la Actividad

| | |
|--|---|
| P7: Actividad Principal (Puede especificar mas de una respuesta) | Industria Alimentos y bebidas, Otro (especifique) Venta comestibles. |
| P8: ¿Cuán antigua es su empresa? Años | 5 a 10 |

PÁGINA 3: Sobre la valuación

| | |
|---|---|
| P9: ¿Ha vendido/comprado/participado en una valuación de una empresa? | No |
| P10: ¿Cuáles de los siguientes métodos utilizó o utilizaría? | Fondo de comercio [Balance (Datos contables)] |
| P11: ¿Cómo determinó en un primer momento su valor? (Si no ha vendido o comprado un emprendimiento, ¿Cómo lo haría si tuviese que hacerlo? Con un balance. | |
| P12: ¿Cuáles son los motivos por el cual elige o erigiría este método y no otro? Me parece el mas practico. | |
| P13: ¿Buscaría ayuda profesional para la valuación? Si. ¿A quien consultaría y por qué? | a un Tasador. |
| P14: ¿Cuáles piensa usted son las principales variables que agregan valor a su empresa? La elaboración propia, la atención y la ubicación. | |

#61 COMPLETO *Respuestas ingresadas en forma manual*

Recopilador: Ingreso Manual (Enlace web) Comenzó: lunes, 04 de noviembre de 2013 15:19:48 Última modificación: lunes, 04 de noviembre de 2013 15:22:16 Tiempo destinado: 00:02:28 Dirección IP: 186.23.215.168

PÁGINA 1: Datos Demográficos y de la Empresa

| | |
|---|--------------------|
| P1: Indique su sexo | Femenino |
| P2: ¿Qué edad tiene? | Entre 31 y 50 años |
| P3: ¿Cuál es el nivel de educación mas alto que | Escuela secundaria |



| | |
|--|-------------|
| ha recibido? | |
| P4: ¿Qué tipo de sociedad es su empresa? | Unipersonal |
| P5: ¿Con qué cantidad de empleados cuenta? | 1 a 5 |
| P6: Sobre la fundación de la Empresa, usted es | Fundador |

PÁGINA 2: Datos de la Actividad

| | |
|--|--------------------------------|
| P7: Actividad Principal (Puede especificar mas de una respuesta) | Otro (especifique) Perfumería. |
| P8: ¿Cuán antigua es su empresa? Años | 5 a 10 |

PÁGINA 3: Sobre la valuación

| | |
|---|-----------------------------------|
| P9: ¿Ha vendido/comprado/participado en una valuación de una empresa? | No |
| P10: ¿Cuáles de los siguientes métodos utilizó o utilizaría? | Balance (Datos contables) |
| P11: ¿Cómo determinó en un primer momento su valor? (Si no ha vendido o comprado un emprendimiento, ¿Cómo lo haría si tuviese que hacerlo? Cuando hice recuento de mercadería. | |
| P12: ¿Cuáles son los motivos por el cual elige o erigiría este método y no otro? Me parece el mas eficaz. | |
| P13: ¿Buscaría ayuda profesional para la valuación? No. ¿Por qué? | No, porque mi negocio es pequeño. |
| P14: ¿Cuáles piensa usted son las principales variables que agregan valor a su empresa? La atención y la ubicación con paradas de colectivos. | |

#62 COMPLETO *Respuestas ingresadas en forma manual*

Recopilador: Ingreso Manual (Enlace web) Comenzó: lunes, 04 de noviembre de 2013 15:22:25 Última modificación: lunes, 04 de noviembre de 2013 15:25:55 Tiempo destinado: 00:03:29 Dirección IP: 186.23.215.168

PÁGINA 1: Datos Demográficos y de la Empresa

| | |
|--|-----------------------------------|
| P1: Indique su sexo | Masculino |
| P2: ¿Qué edad tiene? | Entre 31 y 50 años |
| P3: ¿Cuál es el nivel de educación mas alto que ha recibido? | Escuela secundaria |
| P4: ¿Qué tipo de sociedad es su empresa? | Unipersonal |
| P5: ¿Con qué cantidad de empleados cuenta? | 1 a 5 |
| P6: Sobre la fundación de la Empresa, usted es | Otro (especifique) Segundo dueño. |

PÁGINA 2: Datos de la Actividad

| | |
|--|---------------------|
| P7: Actividad Principal (Puede especificar mas de una respuesta) | Librería/Juguetería |
| P8: ¿Cuán antigua es su empresa? Años | 5 a 10 |



PÁGINA 3: Sobre la valuación

| | |
|--|---|
| P9: ¿Ha vendido/comprado/participado en una valuación de una empresa? | Si |
| P10: ¿Cuáles de los siguientes métodos utilizó o utilizaría? | Fondo de comercio |
| P11: ¿Cómo determinó en un primer momento su valor? (Si no ha vendido o comprado un emprendimiento, ¿Cómo lo haría si tuviese que hacerlo? Ganancia neta de un determinado período mas balance de mercadería. | |
| P12: ¿Cuáles son los motivos por el cual elige o erigiría este método y no otro? Convencer al posible comprador que obtendrá ganancias dentro de un período razonable. | |
| P13: ¿Buscaría ayuda profesional para la valuación? No. ¿Por qué? | No, conozco la rentabilidad de mi comercio. |
| P14: ¿Cuáles piensa usted son las principales variables que agregan valor a su empresa? Stock de mercadería, clientela, rentabilidad comprobable. | |

#63 COMPLETO *Respuestas ingresadas en forma manual*

Recopilador: Ingreso Manual (Enlace web) Comenzó: lunes, 04 de noviembre de 2013 15:26:03 Última modificación: lunes, 04 de noviembre de 2013 15:30:16 Tiempo destinado: 00:04:12 Dirección IP: 186.23.215.168

PÁGINA 1: Datos Demográficos y de la Empresa

| | |
|--|--------------------|
| P1: Indique su sexo | Masculino |
| P2: ¿Qué edad tiene? | Mayor a 50 años |
| P3: ¿Cuál es el nivel de educación mas alto que ha recibido? | Escuela secundaria |
| P4: ¿Qué tipo de sociedad es su empresa? | Unipersonal |
| P5: ¿Con qué cantidad de empleados cuenta? | Sin empleados |
| P6: Sobre la fundación de la Empresa, usted es | Fundador |

PÁGINA 2: Datos de la Actividad

| | |
|--|---|
| P7: Actividad Principal (Puede especificar mas de una respuesta) | Otro (especifique) Venta y fraccionamiento de materiales de construcción para ferreterías. |
| P8: ¿Cuán antigua es su empresa? Años | 1 a 5 |

PÁGINA 3: Sobre la valuación

| | |
|--|-------------------|
| P9: ¿Ha vendido/comprado/participado en una valuación de una empresa? | No |
| P10: ¿Cuáles de los siguientes métodos utilizó o utilizaría? | Fondo de comercio |
| P11: ¿Cómo determinó en un primer momento su valor? (Si no ha vendido o comprado un emprendimiento, ¿Cómo lo haría si tuviese que hacerlo? Por testeo del mercado y por búsqueda de mejores ventajas para el comprador. | |
| P12: ¿Cuáles son los motivos por el cual elige o erigiría este método y no otro? No conozco otro y era el que mejor podía aplicar. | |



| | |
|--|----------------------------|
| P13: ¿Buscaría ayuda profesional para la valuación? Si. ¿A quien consultaría y por qué? | Si, a un asesor comercial. |
| P14: ¿Cuáles piensa usted son las principales variables que agregan valor a su empresa? Por el trato personal. La mercadería la comercializaba en envases transparentes y era fácil de visualizar. Precios competitivos en la mayoría de los productos. | |

#64 COMPLETO *Respuestas ingresadas en forma manual*

Recopilador: Ingreso Manual (Enlace web) **Comenzó:** lunes, 04 de noviembre de 2013 15:30:22 **Última modificación:** lunes, 04 de noviembre de 2013 15:32:15 **Tiempo destinado:** 00:01:53 **Dirección IP:** 186.23.215.168

PÁGINA 1: Datos Demográficos y de la Empresa

| | |
|---|-----------------|
| P1: Indique su sexo | Femenino |
| P2: ¿Qué edad tiene? | Mayor a 50 años |
| P3: ¿Cuál es el nivel de educación mas alto que ha recibido? | Universitario |
| P4: ¿Qué tipo de sociedad es su empresa? | Unipersonal |
| P5: ¿Con qué cantidad de empleados cuenta? | Sin empleados |
| P6: Sobre la fundación de la Empresa, usted es | Fundador |

PÁGINA 2: Datos de la Actividad

| | |
|---|--|
| P7: Actividad Principal (Puede especificar mas de una respuesta) | Librería/Juguetería, Otro (especifique) Rapipago. |
| P8: ¿Cuán antigua es su empresa? Años | 10 a 20 |

PÁGINA 3: Sobre la valuación

| | |
|---|-------------------------------|
| P9: ¿Ha vendido/comprado/participado en una valuación de una empresa? | No |
| P10: ¿Cuáles de los siguientes métodos utilizó o utilizaría? | Promedio de distintos métodos |
| P11: ¿Cómo determinó en un primer momento su valor? (Si no ha vendido o comprado un emprendimiento, ¿Cómo lo haría si tuviese que hacerlo? Promedio de distintos métodos. | |
| P12: ¿Cuáles son los motivos por el cual elige o erigiría este método y no otro? Me parece lo mas acertado. | |
| P13: ¿Buscaría ayuda profesional para la valuación? Si. ¿A quien consultaría y por qué? | Si, contador. |
| P14: ¿Cuáles piensa usted son las principales variables que agregan valor a su empresa? Horario corrido de trabajo, precio y atención. | |



#65 COMPLETO *Respuestas ingresadas en forma manual*

Recopilador: Ingreso Manual (Enlace web) **Comenzó:** lunes, 04 de noviembre de 2013 15:32:34 **Última modificación:** lunes, 04 de noviembre de 2013 15:35:37 **Tiempo destinado:** 00:03:02 **Dirección IP:** 186.23.215.168

PÁGINA 1: Datos Demográficos y de la Empresa

| | |
|---|--|
| P1: Indique su sexo | Masculino |
| P2: ¿Qué edad tiene? | Entre 31 y 50 años |
| P3: ¿Cuál es el nivel de educación mas alto que ha recibido? | Universitario |
| P4: ¿Qué tipo de sociedad es su empresa? | Unipersonal |
| P5: ¿Con qué cantidad de empleados cuenta? | 1 a 5 |
| P6: Sobre la fundación de la Empresa, usted es | Otro (especifique) Compre fondo de comercio. |

PÁGINA 2: Datos de la Actividad

| | |
|---|---------------------------------------|
| P7: Actividad Principal (Puede especificar mas de una respuesta) | Otro (especifique) Locutorio y ciber. |
| P8: ¿Cuán antigua es su empresa? Años | 1 a 5 |

PÁGINA 3: Sobre la valuación

| | |
|---|-----------------------------|
| P9: ¿Ha vendido/comprado/participado en una valuación de una empresa? | Si |
| P10: ¿Cuáles de los siguientes métodos utilizó o utilizaría? | Fondo de comercio |
| P11: ¿Cómo determinó en un primer momento su valor? (Si no ha vendido o comprado un emprendimiento, ¿Cómo lo haría si tuviese que hacerlo? Acuerdo con el dueño anterior. | |
| P12: ¿Cuáles son los motivos por el cual elige o erigiría este método y no otro? Según uso y costumbre. | |
| P13: ¿Buscaría ayuda profesional para la valuación? No. ¿Por qué? | No, porque soy profesional. |
| P14: ¿Cuáles piensa usted son las principales variables que agregan valor a su empresa? Se realizaban trámites impositivos y contables. | |

#66 COMPLETO *Respuestas ingresadas en forma manual [Corregida]*

Recopilador: Ingreso Manual (Enlace web) **Comenzó:** lunes, 04 de noviembre de 2013 15:35:51 **Última modificación:** lunes, 04 de noviembre de 2013 15:41:56 **Tiempo destinado:** 00:06:04 **Dirección IP:** 186.23.215.168

PÁGINA 1: Datos Demográficos y de la Empresa

| | |
|--|-----------------|
| P1: Indique su sexo | Masculino |
| P2: ¿Qué edad tiene? | Mayor a 50 años |
| P3: ¿Cuál es el nivel de educación mas alto que | Universitario |



| | |
|--|---------------|
| ha recibido? | |
| P4: ¿Qué tipo de sociedad es su empresa? | Unipersonal |
| P5: ¿Con qué cantidad de empleados cuenta? | Sin empleados |
| P6: Sobre la fundación de la Empresa, usted es | Fundador |

PÁGINA 2: Datos de la Actividad

| | |
|--|--|
| P7: Actividad Principal (Puede especificar mas de una respuesta) | Servicios profesionales, Otro (especifique) Electrotecnia Industrial - proyecto - automatización y mano de obra. |
| P8: ¿Cuán antigua es su empresa? Años | 10 a 20 |

PÁGINA 3: Sobre la valuación

| | |
|--|--|
| P9: ¿Ha vendido/comprado/participado en una valuación de una empresa? | Si |
| P10: ¿Cuáles de los siguientes métodos utilizó o utilizaría? | Otro (especifique) Balance y fondo de comercio. [Promedio de distintos métodos] |
| P11: ¿Cómo determinó en un primer momento su valor? (Si no ha vendido o comprado un emprendimiento, ¿Cómo lo haría si tuviese que hacerlo?) El valor teórico técnico. El valor tiempo requerido. | |
| P12: ¿Cuáles son los motivos por el cual elige o erigiría este método y no otro? Se adecúa al trabajo que realizo. | |
| P13: ¿Buscaría ayuda profesional para la valuación? No. ¿Por qué? | Lo considero innecesario. |
| P14: ¿Cuáles piensa usted son las principales variables que agregan valor a su empresa? Cumplimiento a lo comprometido. Seriedad. Calidad. Tratar de satisfacer al cliente. | |

#67 COMPLETO *Respuestas ingresadas en forma manual*

Recopilador: Ingreso Manual (Enlace web) Comenzó: lunes, 04 de noviembre de 2013 15:42:04 Última modificación: lunes, 04 de noviembre de 2013 15:47:10 Tiempo destinado: 00:05:05 Dirección IP: 186.23.215.168

PÁGINA 1: Datos Demográficos y de la Empresa

| | |
|--|-----------------------------|
| P1: Indique su sexo | Masculino |
| P2: ¿Qué edad tiene? | Mayor a 50 años |
| P3: ¿Cuál es el nivel de educación mas alto que ha recibido? | Universitario |
| P4: ¿Qué tipo de sociedad es su empresa? | Otro (especifique) Familiar |
| P5: ¿Con qué cantidad de empleados cuenta? | Sin empleados |
| P6: Sobre la fundación de la Empresa, usted es | Fundador |

PÁGINA 2: Datos de la Actividad

| | |
|--|----------------------|
| P7: Actividad Principal (Puede especificar mas | Explotación Apícola, |
|--|----------------------|



| | |
|--|--|
| de una respuesta) | Otro (especifique) Productor apícola y comercialización de productos y afines. Además otros productos alimenticios. Fraccionamiento, etiquetado, venta. |
| P8: ¿Cuán antigua es su empresa? Años | 5 a 10 |

PÁGINA 3: Sobre la valuación

| | |
|---|---|
| P9: ¿Ha vendido/comprado/participado en una valuación de una empresa? | Si |
| P10: ¿Cuáles de los siguientes métodos utilizó o utilizaría? | Promedio de distintos métodos |
| P11: ¿Cómo determinó en un primer momento su valor? (Si no ha vendido o comprado un emprendimiento, ¿Cómo lo haría si tuviese que hacerlo? Por la inversión realizada. La evaluación de posibilidades comerciales en el mercado. | |
| P12: ¿Cuáles son los motivos por el cual elige o erigiría este método y no otro? Porque es el mas sencillo de evaluar y cuantificar. | |
| P13: ¿Buscaría ayuda profesional para la valuación? Si. ¿A quien consultaría y por qué? | Si, contador público y técnico apícola. |
| P14: ¿Cuáles piensa usted son las principales variables que agregan valor a su empresa? El fraccionamiento e productos de alta calidad y precio competitivo. | |

#68 COMPLETO [Corregida]

Recopilador: Web Link (Enlace web) Comenzó: martes, 05 de noviembre de 2013 9:04:38 Última modificación: martes, 05 de noviembre de 2013 9:13:20 Tiempo destinado: 00:08:41 Dirección IP: 190.210.16.169

PÁGINA 1: Datos Demográficos y de la Empresa

| | |
|--|--------------------------------------|
| P1: Indique su sexo | Masculino |
| P2: ¿Qué edad tiene? | Mayor a 50 años |
| P3: ¿Cuál es el nivel de educación mas alto que ha recibido? | Universitario |
| P4: ¿Qué tipo de sociedad es su empresa? | Sociedad de Responsabilidad Limitada |
| P5: ¿Con qué cantidad de empleados cuenta? | 6 a 10 |
| P6: Sobre la fundación de la Empresa, usted es | Fundador |

PÁGINA 2: Datos de la Actividad

| | |
|--|---|
| P7: Actividad Principal (Puede especificar mas de una respuesta) | Servicios profesionales, Servicios informáticos |
| P8: ¿Cuán antigua es su empresa? Años | 20 a 30 |

PÁGINA 3: Sobre la valuación

| | |
|---|--|
| P9: ¿Ha vendido/comprado/participado en una valuación de una empresa? | No |
| P10: ¿Cuáles de los siguientes métodos utilizó | Múltiples (Ej.: Multiplicar ventas por un numero |



| | |
|--|--|
| o utilizaría? | * [Promedio de distintos métodos] |
| P11: ¿Cómo determinó en un primer momento su valor? (Si no ha vendido o comprado un emprendimiento, ¿Cómo lo haría si tuviese que hacerlo? Valor de la facturación anual por los clientes abonados y Un valor por los fuentes del software desarrollado (know how) estimando las ventas potenciales del mismo. | |
| P12: ¿Cuáles son los motivos por el cual elige o erigiría este método y no otro? A primera vista entiendo que es el mejor pero llegado el caso, me informaría mas detalladamente sobre el tema. | |
| P13: ¿Buscaría ayuda profesional para la valuación? Si. ¿A quien consultaría y por qué? | a algun profesional con experiencia, supongo que economista o administrador de empresas. |
| P14: ¿Cuáles piensa usted son las principales variables que agregan valor a su empresa? Know how y cartera de clientes fidelizados. | |

#69 COMPLETO *Respuestas ingresadas en forma manual*

Recopilador: Ingreso Manual (Enlace web) Comenzó: miércoles, 06 de noviembre de 2013 5:08:55 Última modificación: miércoles, 06 de noviembre de 2013 5:13:04 Tiempo destinado: 00:04:08 Dirección IP: 190.17.134.11

PÁGINA 1: Datos Demográficos y de la Empresa

| | |
|---|------------------|
| P1: Indique su sexo | Masculino |
| P2: ¿Qué edad tiene? | Mayor a 50 años |
| P3: ¿Cuál es el nivel de educación mas alto que ha recibido? | Escuela primaria |
| P4: ¿Qué tipo de sociedad es su empresa? | Unipersonal |
| P5: ¿Con qué cantidad de empleados cuenta? | 1 a 5 |
| P6: Sobre la fundación de la Empresa, usted es | Fundador |

PÁGINA 2: Datos de la Actividad

| | |
|---|------------------------------|
| P7: Actividad Principal (Puede especificar mas de una respuesta) | Venta Indumentaria y zapatos |
| P8: ¿Cuán antigua es su empresa? Años | mas de 30 |

PÁGINA 3: Sobre la valuación

| | |
|--|-------------------------------|
| P9: ¿Ha vendido/comprado/participado en una valuación de una empresa? | No |
| P10: ¿Cuáles de los siguientes métodos utilizó o utilizaría? | Promedio de distintos métodos |
| P11: ¿Cómo determinó en un primer momento su valor? (Si no ha vendido o comprado un emprendimiento, ¿Cómo lo haría si tuviese que hacerlo? Balance de mercaderías, mas la ubicación, mas el promedio de venta mensual. | |
| P12: ¿Cuáles son los motivos por el cual elige o erigiría este método y no otro? Porque creo que es el mejor. | |
| P13: ¿Buscaría ayuda profesional para la valuación? Si. ¿A quien consultaría y por qué? | Si, un contador. |
| P14: ¿Cuáles piensa usted son las principales variables que agregan valor a su empresa? | |



El prestigio y la antigüedad.

#70 COMPLETO

Recopilador: Web Link (Enlace web) Comenzó: miércoles, 06 de noviembre de 2013 10:54:09 Última modificación: miércoles, 06 de noviembre de 2013 10:59:29 Tiempo destinado: 00:05:19 Dirección IP: 190.19.181.67

PÁGINA 1: Datos Demográficos y de la Empresa

| | |
|--|--------------------------------------|
| P1: Indique su sexo | Masculino |
| P2: ¿Qué edad tiene? | Entre 31 y 50 años |
| P3: ¿Cuál es el nivel de educación mas alto que ha recibido? | Escuela secundaria |
| P4: ¿Qué tipo de sociedad es su empresa? | Sociedad de Responsabilidad Limitada |
| P5: ¿Con qué cantidad de empleados cuenta? | 1 a 5 |
| P6: Sobre la fundación de la Empresa, usted es | Otro (especifique) nuevo socio |

PÁGINA 2: Datos de la Actividad

| | |
|--|---|
| P7: Actividad Principal (Puede especificar mas de una respuesta) | Otro (especifique) estética (peluqueria) |
| P8: ¿Cuán antigua es su empresa? Años | 5 a 10 |

PÁGINA 3: Sobre la valuación

| | |
|--|---|
| P9: ¿Ha vendido/comprado/participado en una valuación de una empresa? | No |
| P10: ¿Cuáles de los siguientes métodos utilizó o utilizaría? | Balance (Datos contables) |
| P11: ¿Cómo determinó en un primer momento su valor? (Si no ha vendido o comprado un emprendimiento, ¿Cómo lo haría si tuviese que hacerlo? valuar bienes muebles , valuar empleados, rentabilidad y gastos mensuales . alquiler impuestos . | |
| P12: ¿Cuáles son los motivos por el cual elige o erigiría este método y no otro? por la inversion que haria | |
| P13: ¿Buscaría ayuda profesional para la valuación? Si. ¿A quien consultaría y por qué? | a un tasador u otro profesional del rubro |
| P14: ¿Cuáles piensa usted son las principales variables que agregan valor a su empresa? gastos mensuales, iva , bienes muebles. situacion del economica del pais | |

#71 COMPLETO *Respuestas ingresadas en forma manual*

Recopilador: Ingreso Manual (Enlace web) Comenzó: jueves, 07 de noviembre de 2013 5:57:14 Última modificación: jueves, 07 de noviembre de 2013 6:03:18 Tiempo destinado: 00:06:03 Dirección IP: 190.17.134.11



PÁGINA 1: Datos Demográficos y de la Empresa

| | |
|--|--------------------|
| P1: Indique su sexo | Masculino |
| P2: ¿Qué edad tiene? | Entre 31 y 50 años |
| P3: ¿Cuál es el nivel de educación mas alto que ha recibido? | Escuela secundaria |
| P4: ¿Qué tipo de sociedad es su empresa? | Unipersonal |
| P5: ¿Con qué cantidad de empleados cuenta? | 1 a 5 |
| P6: Sobre la fundación de la Empresa, usted es | Fundador |

PÁGINA 2: Datos de la Actividad

| | |
|--|--|
| P7: Actividad Principal (Puede especificar mas de una respuesta) | Otro (especifique) Mantenimiento, instalación y obra eléctrica. |
| P8: ¿Cuán antigua es su empresa? Años | 10 a 20 |

PÁGINA 3: Sobre la valuación

| | |
|---|---------------------------------|
| P9: ¿Ha vendido/comprado/participado en una valuación de una empresa? | No |
| P10: ¿Cuáles de los siguientes métodos utilizó o utilizaría? | Promedio de distintos métodos |
| P11: ¿Cómo determinó en un primer momento su valor? (Si no ha vendido o comprado un emprendimiento, ¿Cómo lo haría si tuviese que hacerlo? Tomaría un Balance del capital (herramientas/vehículos/etc), mas un coheficiente sobre facturación. | |
| P12: ¿Cuáles son los motivos por el cual elige o erigiría este método y no otro? No se ocurre otro. | |
| P13: ¿Buscaría ayuda profesional para la valuación? Si. ¿A quien consultaría y por qué? | Si, un consultor o un contador. |
| P14: ¿Cuáles piensa usted son las principales variables que agregan valor a su empresa? Servicio, responsabilidad de trabajar a conciencia, el trato con el cliente. | |

#72 COMPLETO *Respuestas ingresadas en forma manual*

Recopilador: Ingreso Manual (Enlace web) Comenzó: jueves, 07 de noviembre de 2013 6:03:25 Última modificación: jueves, 07 de noviembre de 2013 6:08:19 Tiempo destinado: 00:04:54 Dirección IP: 190.17.134.11

PÁGINA 1: Datos Demográficos y de la Empresa

| | |
|--|--------------------|
| P1: Indique su sexo | Masculino |
| P2: ¿Qué edad tiene? | Entre 31 y 50 años |
| P3: ¿Cuál es el nivel de educación mas alto que ha recibido? | Escuela secundaria |
| P4: ¿Qué tipo de sociedad es su empresa? | Unipersonal |
| P5: ¿Con qué cantidad de empleados cuenta? | 1 a 5 |
| P6: Sobre la fundación de la Empresa, usted es | Fundador |



PÁGINA 2: Datos de la Actividad

| | |
|---|--------------------------------------|
| P7: Actividad Principal (Puede especificar mas de una respuesta) | Otro (especifique) Lavadero de ropa. |
| P8: ¿Cuán antigua es su empresa? Años | 20 a 30 |

PÁGINA 3: Sobre la valuación

| | |
|---|---|
| P9: ¿Ha vendido/comprado/participado en una valuación de una empresa? | No |
| P10: ¿Cuáles de los siguientes métodos utilizó o utilizaría? | Promedio de distintos métodos |
| P11: ¿Cómo determinó en un primer momento su valor? (Si no ha vendido o comprado un emprendimiento, ¿Cómo lo haría si tuviese que hacerlo? Instalaciones, maquinas y facturación. | |
| P12: ¿Cuáles son los motivos por el cual elige o erigiría este método y no otro? Es el que conozco. | |
| P13: ¿Buscaría ayuda profesional para la valuación? Si. ¿A quien consultaría y por qué? | Si, a un contador o alguien relacionado con finanzas. |
| P14: ¿Cuáles piensa usted son las principales variables que agregan valor a su empresa? Mejor servicio y mas comodidades y confort para los clientes. | |

#73 COMPLETO

Recopilador: Web Link (Enlace web) Comenzó: viernes, 08 de noviembre de 2013 1:30:20 Última modificación: viernes, 08 de noviembre de 2013 1:35:07 Tiempo destinado: 00:04:46 Dirección IP: 186.13.1.79

PÁGINA 1: Datos Demográficos y de la Empresa

| | |
|---|--------------------|
| P1: Indique su sexo | Masculino |
| P2: ¿Qué edad tiene? | Entre 31 y 50 años |
| P3: ¿Cuál es el nivel de educación mas alto que ha recibido? | Escuela primaria |
| P4: ¿Qué tipo de sociedad es su empresa? | Sociedad de Hecho |
| P5: ¿Con qué cantidad de empleados cuenta? | Sin empleados |
| P6: Sobre la fundación de la Empresa, usted es | Fundador |

PÁGINA 2: Datos de la Actividad

| | |
|---|-------------------------------|
| P7: Actividad Principal (Puede especificar mas de una respuesta) | Otro (especifique) Mensajería |
| P8: ¿Cuán antigua es su empresa? Años | 5 a 10 |

PÁGINA 3: Sobre la valuación

| | |
|--|----|
| P9: ¿Ha vendido/comprado/participado en una valuación de una empresa? | No |
|--|----|



| | |
|---|--|
| P10: ¿Cuáles de los siguientes métodos utilizó o utilizaría? | Múltiplos (E): Multiplicar ventas por un numero x) |
| P11: ¿Cómo determinó en un primer momento su valor? (Si no ha vendido o comprado un emprendimiento, ¿Cómo lo haría si tuviese que hacerlo? Multiplicaría la facturación por un año. | |
| P12: ¿Cuáles son los motivos por el cual elige o erigiría este método y no otro? Porque es el mas justo y visible para el que compra. | |
| P13: ¿Buscaría ayuda profesional para la valuación? Si. ¿A quien consultaría y por qué? | Si, me tendría que asesorar por un consultor. |
| P14: ¿Cuáles piensa usted son las principales variables que agregan valor a su empresa? La responsabilidad y la confianza que se le debe demostrar a la otra empresa, la mensajería es la cara de sus clientes al entregar su correspondencia. | |

#74 COMPLETO *Respuestas ingresadas en forma manual [Corregida]*

Recopilador: Ingreso Manual (Enlace web) Comenzó: viernes, 08 de noviembre de 2013 1:38:27 Última modificación: viernes, 08 de noviembre de 2013 1:42:24 Tiempo destinado: 00:03:57 Dirección IP: 186.23.215.168

PÁGINA 1: Datos Demográficos y de la Empresa

| | |
|--|------------------|
| P1: Indique su sexo | Masculino |
| P2: ¿Qué edad tiene? | Mayor a 50 años |
| P3: ¿Cuál es el nivel de educación mas alto que ha recibido? | Escuela primaria |
| P4: ¿Qué tipo de sociedad es su empresa? | Unipersonal |
| P5: ¿Con qué cantidad de empleados cuenta? | Sin empleados |
| P6: Sobre la fundación de la Empresa, usted es | Fundador |

PÁGINA 2: Datos de la Actividad

| | |
|--|-----------------------------|
| P7: Actividad Principal (Puede especificar mas de una respuesta) | Otro (especifique) Herrería |
| P8: ¿Cuán antigua es su empresa? Años | 5 a 10 |

PÁGINA 3: Sobre la valuación

| | |
|---|---|
| P9: ¿Ha vendido/comprado/participado en una valuación de una empresa? | No |
| P10: ¿Cuáles de los siguientes métodos utilizó o utilizaría? | Otro (especifique) Inventario de materiales, clientes potenciales y cartera de clientes. [Promedio de distintos métodos] |
| P11: ¿Cómo determinó en un primer momento su valor? (Si no ha vendido o comprado un emprendimiento, ¿Cómo lo haría si tuviese que hacerlo? Se produjo un cambio de empleador a trabajador independiente. | |
| P12: ¿Cuáles son los motivos por el cual elige o erigiría este método y no otro? Es el método mas cierto para reflejar la realidad. Depende del momento, es decir si me interesa vender o retirarme de la actividad. | |
| P13: ¿Buscaría ayuda profesional para la | No porque es un emprendimiento sencillo. |



| | |
|--|--|
| valuación? No. ¿Por qué? | |
| P14: ¿Cuáles piensa usted son las principales variables que agregan valor a su empresa? Porque ofrezco calidad en el servicio. | |

#75 COMPLETO *Respuestas ingresadas en forma manual [Corregida]*

Recopilador: Ingreso Manual (Enlace web) Comenzó: viernes, 08 de noviembre de 2013 1:43:54 Última modificación: viernes, 08 de noviembre de 2013 1:46:51 Tiempo destinado: 00:02:57 Dirección IP: 186.23.215.168

PÁGINA 1: Datos Demográficos y de la Empresa

| | |
|---|---|
| P1: Indique su sexo | Masculino |
| P2: ¿Qué edad tiene? | Mayor a 50 años |
| P3: ¿Cuál es el nivel de educación mas alto que ha recibido? | Escuela secundaria |
| P4: ¿Qué tipo de sociedad es su empresa? | Unipersonal |
| P5: ¿Con qué cantidad de empleados cuenta? | 1 a 5 |
| P6: Sobre la fundación de la Empresa, usted es | Otro (especifique) Compre el fondo de comercio. |

PÁGINA 2: Datos de la Actividad

| | |
|---|--|
| P7: Actividad Principal (Puede especificar mas de una respuesta) | Venta Materiales de construcción, Otro (especifique) Ferretería. |
| P8: ¿Cuán antigua es su empresa? Años | 10 a 20 |

PAGINA 3: Sobre la valuación

| | |
|---|---|
| P9: ¿Ha vendido/comprado/participado en una valuación de una empresa? | Si |
| P10: ¿Cuáles de los siguientes métodos utilizó o utilizaría? | Otro (especifique) En base a venta, stock, antigüedad.. [Promedio de distintos métodos] |
| P11: ¿Cómo determinó en un primer momento su valor? (Si no ha vendido o comprado un emprendimiento, ¿Cómo lo haría si tuviese que hacerlo? Hubo un acuerdo. | |
| P12: ¿Cuáles son los motivos por el cual elige o erigiría este método y no otro? No tenía otra opción. | |
| P13: ¿Buscaría ayuda profesional para la valuación? No. ¿Por qué? | No necesito. |
| P14: ¿Cuáles piensa usted son las principales variables que agregan valor a su empresa? El servicio que se brinda. Horario. Precio - Ubicación. | |

#76 COMPLETO *Respuestas ingresadas en forma manual*

Recopilador: Ingreso Manual (Enlace web) Comenzó: viernes, 08 de noviembre de 2013 1:47:18 Última modificación: viernes, 08 de noviembre de 2013 1:50:50 Tiempo



destinado: 00:03:32 Dirección IP: 186.23.215.168

PÁGINA 1: Datos Demográficos y de la Empresa

| | |
|--|--------------------|
| P1: Indique su sexo | Femenino |
| P2: ¿Qué edad tiene? | Mayor a 50 años |
| P3: ¿Cuál es el nivel de educación mas alto que ha recibido? | Escuela secundaria |
| P4: ¿Qué tipo de sociedad es su empresa? | Unipersonal |
| P5: ¿Con qué cantidad de empleados cuenta? | 1 a 5 |
| P6: Sobre la fundación de la Empresa, usted es | Fundador |

PÁGINA 2: Datos de la Actividad

| | |
|--|------------------------------------|
| P7: Actividad Principal (Puede especificar mas de una respuesta) | Otro (especifique) Kiosco y Ciber. |
| P8: ¿Cuán antigua es su empresa? Años | 10 a 20 |

PÁGINA 3: Sobre la valuación

| | |
|--|--|
| P9: ¿Ha vendido/comprado/participado en una valuación de una empresa? | Si |
| P10: ¿Cuáles de los siguientes métodos utilizó o utilizaría? | Fondo de comercio |
| P11: ¿Cómo determinó en un primer momento su valor? (Si no ha vendido o comprado un emprendimiento, ¿Cómo lo haría si tuviese que hacerlo? Mercadería (Stock) - clientela - oferta y demanda + ubicación. | |
| P12: ¿Cuáles son los motivos por el cual elige o erigiría este método y no otro? No conozco otro. | |
| P13: ¿Buscaría ayuda profesional para la valuación? No. ¿Por qué? | No hizo falta porque inventé mi negocio. |
| P14: ¿Cuáles piensa usted son las principales variables que agregan valor a su empresa? Clientela Los años que hace que trabajo. Dentro del barrio es el negocio mas completo. | |

#77 COMPLETO [Descartada]

Recopilador: Web Link (Enlace web) Comenzó: lunes, 11 de noviembre de 2013 4:54:51 Última modificación: lunes, 11 de noviembre de 2013 4:59:15 Tiempo destinado: 00:04:24 Dirección IP: 190.139.144.32

PÁGINA 1: Datos Demográficos y de la Empresa

| | |
|--|--------------------|
| P1: Indique su sexo | Femenino |
| P2: ¿Qué edad tiene? | Entre 31 y 50 años |
| P3: ¿Cuál es el nivel de educación mas alto que ha recibido? | Universitario |
| P4: ¿Qué tipo de sociedad es su empresa? | Unipersonal |
| P5: ¿Con qué cantidad de empleados cuenta? | Sin empleados |



| | |
|--|------------------------|
| P6: Sobre la fundación de la Empresa, usted es PAGINA 2: Datos de la Actividad | Fundador |
| P7: Actividad Principal (Puede especificar mas de una respuesta) | Servicios informáticos |
| P8: ¿Cuán antigua es su empresa? Años | 1 a 5 |

PÁGINA 3: Sobre la valuación

| | |
|--|--|
| P9: ¿Ha vendido/comprado/participado en una valuación de una empresa? | No |
| P10: ¿Cuáles de los siguientes métodos utilizó o utilizaría? | Creación de valor |
| P11: ¿Cómo determinó en un primer momento su valor? (Si no ha vendido o comprado un emprendimiento, ¿Cómo lo haría si tuviese que hacerlo? Posibilidad de crecer o adaptarse al cambio | |
| P12: ¿Cuáles son los motivos por el cual elige o erigiría este método y no otro? porque no se sabe que va a pasar de hoy a 3 años | |
| P13: ¿Buscaría ayuda profesional para la valuación? No. ¿Por qué? | no confio mucho en los análisis que arrojen solo números |
| P14: ¿Cuáles piensa usted son las principales variables que agregan valor a su empresa? Poder transformarse, adaptarse fácilmente al cambio, renovarse constantemente sin perder el rumbo. | |

#78 COMPLETO *Respuestas ingresadas en forma manual*

Recopilador: Ingreso Manual (Enlace web) Comenzó: miércoles, 13 de noviembre de 2013 11:26:24 Última modificación: miércoles, 13 de noviembre de 2013 11:29:40 Tiempo destinado: 00:03:15 Dirección IP: 190.17.134.11

PÁGINA 1: Datos Demográficos y de la Empresa

| | |
|---|------------------------------------|
| P1: Indique su sexo | Femenino |
| P2: ¿Qué edad tiene? | Entre 31 y 50 años |
| P3: ¿Cuál es el nivel de educación mas alto que ha recibido? | Escuela secundaria |
| P4: ¿Qué tipo de sociedad es su empresa? | Sociedad Anónima |
| P5: ¿Con qué cantidad de empleados cuenta? | 1 a 5 |
| P6: Sobre la fundación de la Empresa, usted es | Otro (especifique) Socio comercial |

PÁGINA 2: Datos de la Actividad

| | |
|---|----------------------------|
| P7: Actividad Principal (Puede especificar mas de una respuesta) | Venta de Electrodomésticos |
| P8: ¿Cuán antigua es su empresa? Años | 5 a 10 |

PÁGINA 3: Sobre la valuación

| | |
|--|----|
| P9: ¿Ha vendido/comprado/participado en | No |
|--|----|



| | |
|--|---|
| una valuación de una empresa? | |
| P10: ¿Cuáles de los siguientes métodos utilizó o utilizaría? | Múltiplos (E).: Multiplicar ventas por un numero x) |
| P11: ¿Cómo determinó en un primer momento su valor? (Si no ha vendido o comprado un emprendimiento, ¿Cómo lo haría si tuviese que hacerlo? Multiplicaría por 5 el valor del PVP de la mercadería vendida y la mercadería en stock. | |
| P12: ¿Cuáles son los motivos por el cual elige o erigiría este método y no otro? Es el calculo inicial tomado al comenzar el proyecto. | |
| P13: ¿Buscaría ayuda profesional para la valuación? Si. ¿A quien consultaría y por qué? | Estudio Contable |
| P14: ¿Cuáles piensa usted son las principales variables que agregan valor a su empresa? La Rentabilidad que obtienen los clientes con nuestros productos | |

#79 COMPLETO

Recopilador: Web Link (Enlace web) Comenzó: jueves, 14 de noviembre de 2013 7:06:52 Última modificación: jueves, 14 de noviembre de 2013 7:12:48 Tiempo destinado: 00:05:55 Dirección IP: 186.56.152.192

PÁGINA 1: Datos Demográficos y de la Empresa

| | |
|---|--------------------|
| P1: Indique su sexo | Femenino |
| P2: ¿Qué edad tiene? | Entre 31 y 50 años |
| P3: ¿Cuál es el nivel de educación mas alto que ha recibido? | Escuela secundaria |
| P4: ¿Qué tipo de sociedad es su empresa? | Unipersonal |
| P5: ¿Con qué cantidad de empleados cuenta? | 1 a 5 |
| P6: Sobre la fundación de la Empresa, usted es | Hijo del Fundador |

PÁGINA 2: Datos de la Actividad

| | |
|---|-------------------------------|
| P7: Actividad Principal (Puede especificar mas de una respuesta) | Otro (especifique) TRANSPORTE |
| P8: ¿Cuán antigua es su empresa? Años | 5 a 10 |

PÁGINA 3: Sobre la valuación

| | |
|--|----------|
| P9: ¿Ha vendido/comprado/participado en una valuación de una empresa? | No |
| P10: ¿Cuáles de los siguientes métodos utilizó o utilizaría? | Ninguno |
| P11: ¿Cómo determinó en un primer momento su valor? (Si no ha vendido o comprado un emprendimiento, ¿Cómo lo haría si tuviese que hacerlo? BA LA NCE | |
| P12: ¿Cuáles son los motivos por el cual elige o erigiría este método y no otro? POR QUE ES INFORMACION CERTERA | |
| P13: ¿Buscaría ayuda profesional para la valuación? Si. ¿A quien consultaría y por qué? | CONTADOR |
| P14: ¿Cuáles piensa usted son las principales variables que agregan valor a su empresa? | |



#80 COMPLETO

Recopilador: Web Link (Enlace web) Comenzó: sábado, 16 de noviembre de 2013 6:03:58 Última modificación: sábado, 16 de noviembre de 2013 6:07:18 Tiempo destinado: 00:03:20 Dirección IP: 186.19.189.51

PÁGINA 1: Datos Demográficos y de la Empresa

| | |
|--|--------------------|
| P1: Indique su sexo | Masculino |
| P2: ¿Qué edad tiene? | Mayor a 50 años |
| P3: ¿Cuál es el nivel de educación mas alto que ha recibido? | Escuela secundaria |
| P4: ¿Qué tipo de sociedad es su empresa? | Sociedad de Hecho |
| P5: ¿Con qué cantidad de empleados cuenta? | 101 a 500 |
| P6: Sobre la fundación de la Empresa, usted es | Fundador |

PÁGINA 2: Datos de la Actividad

| | |
|--|------------------------------|
| P7: Actividad Principal (Puede especificar mas de una respuesta) | Venta Indumentaria y zapatos |
| P8: ¿Cuán antigua es su empresa? Años | 10 a 20 |

PÁGINA 3: Sobre la valuación

| | |
|---|-------------------|
| P9: ¿Ha vendido/comprado/participado en una valuación de una empresa? | Si |
| P10: ¿Cuáles de los siguientes métodos utilizó o utilizaría? | Ninguno |
| P11: ¿Cómo determinó en un primer momento su valor? (Si no ha vendido o comprado un emprendimiento, ¿Cómo lo haría si tuviese que hacerlo? Elegi la mitad de los locales que tenia con mi socio y dividimos el inventario. | |
| P12: ¿Cuáles son los motivos por el cual elige o erigiría este método y no otro? Acepte la propuesta de mi socio de separarnos. | |
| P13: ¿Buscaría ayuda profesional para la valuación? No. ¿Por qué? | No fue necesario. |
| P14: ¿Cuáles piensa usted son las principales variables que agregan valor a su empresa? Las compras y el stock | |

#81 COMPLETO

Recopilador: Web Link (Enlace web) Comenzó: sábado, 16 de noviembre de 2013 6:20:13 Última modificación: sábado, 16 de noviembre de 2013 6:25:37 Tiempo destinado: 00:05:23 Dirección IP: 186.13.4.86

PÁGINA 1: Datos Demográficos y de la Empresa

| | |
|---------------------|-----------|
| P1: Indique su sexo | Masculino |
|---------------------|-----------|



| | |
|--|--|
| P2: ¿Qué edad tiene? | Mayor a 50 años |
| P3: ¿Cuál es el nivel de educación mas alto que ha recibido? | Escuela secundaria |
| P4: ¿Qué tipo de sociedad es su empresa? | Unipersonal |
| P5: ¿Con qué cantidad de empleados cuenta? | 101 a 500 |
| P6: Sobre la fundación de la Empresa, usted es | Otro (especifique) Continuación de un negocio anterior que funde. |

PÁGINA 2: Datos de la Actividad

| | |
|--|------------------------------|
| P7: Actividad Principal (Puede especificar mas de una respuesta) | Venta Indumentaria y zapatos |
| P8: ¿Cuán antigua es su empresa? Años | 10 a 20 |

PÁGINA 3: Sobre la valuación

| | |
|--|-------------------------------|
| P9: ¿Ha vendido/comprado/participado en una valuación de una empresa? | Si |
| P10: ¿Cuáles de los siguientes métodos utilizó o utilizaría? | Promedio de distintos métodos |
| P11: ¿Cómo determinó en un primer momento su valor? (Si no ha vendido o comprado un emprendimiento, ¿Cómo lo haría si tuviese que hacerlo? Las ventas proyectadas de tres años mas el balance de mercaderías. | |
| P12: ¿Cuáles son los motivos por el cual elige o erigiría este método y no otro? Es la única forma que vendería. | |
| P13: ¿Buscaría ayuda profesional para la valuación? Si. ¿A quien consultaría y por qué? | Contador |
| P14: ¿Cuáles piensa usted son las principales variables que agregan valor a su empresa? 1) La mercadería. 2) El stock 3) La venta. | |

#82 COMPLETO

Recopilador: Web Link (Enlace web) Comenzó: sábado, 16 de noviembre de 2013 8:52:07 Última modificación: sábado, 16 de noviembre de 2013 9:12:50 Tiempo destinado: 00:20:42 Dirección IP: 200.5.72.183

PÁGINA 1: Datos Demográficos y de la Empresa

| | |
|--|--|
| P1: Indique su sexo | Femenino |
| P2: ¿Qué edad tiene? | Mayor a 50 años |
| P3: ¿Cuál es el nivel de educación mas alto que ha recibido? | Escuela secundaria |
| P4: ¿Qué tipo de sociedad es su empresa? | Unipersonal |
| P5: ¿Con qué cantidad de empleados cuenta? | 1 a 5 |
| P6: Sobre la fundación de la Empresa, usted es | Otro (especifique) ERA LA EMPLEADA DEL NEGOCIO |



PÁGINA 2: Datos de la Actividad

| | |
|---|--|
| P7: Actividad Principal (Puede especificar mas de una respuesta) | Otro (especifique) VENTA DE TELAS, MERCERIA Y ART.DE BLANCO |
| P8: ¿Cuán antigua es su empresa? Años | 20 a 30 |

PÁGINA 3: Sobre la valuación

| | |
|--|---|
| P9: ¿Ha vendido/comprado/participado en una valuación de una empresa? | Si |
| P10: ¿Cuáles de los siguientes métodos utilizó o utilizaría? | Balance (Datos contables) |
| P11: ¿Cómo determinó en un primer momento su valor? (Si no ha vendido o comprado un emprendimiento, ¿Cómo lo haría si tuviese que hacerlo?) VALORIZANDO EL STOCK | |
| P12: ¿Cuáles son los motivos por el cual elige o erigiría este método y no otro? PORQUE ME PARCE EL MAS SEGURO Y EL CORRECTO | |
| P13: ¿Buscaría ayuda profesional para la valuación? No. ¿Por qué? | NO PORQUE ES UNA INFORMACION CONFIDENCIAL |
| P14: ¿Cuáles piensa usted son las principales variables que agregan valor a su empresa? VARIEDAD EN LA MERCADERIA Y BUEN PRECIO | |

#83 COMPLETO

Recopilador: Web Link (Enlace web) Comenzó: martes, 19 de noviembre de 2013 10:53:12 Última modificación: martes, 19 de noviembre de 2013 11:39:39 Tiempo destinado: 00:46:27 Dirección IP: 201.231.187.18

PÁGINA 1: Datos Demográficos y de la Empresa

| | |
|---|--------------------------------------|
| P1: Indique su sexo | Masculino |
| P2: ¿Qué edad tiene? | Mayor a 50 años |
| P3: ¿Cuál es el nivel de educación mas alto que ha recibido? | Escuela secundaria |
| P4: ¿Qué tipo de sociedad es su empresa? | Sociedad de Responsabilidad Limitada |
| P5: ¿Con qué cantidad de empleados cuenta? | 51 a 100 |
| P6: Sobre la fundación de la Empresa, usted es | Fundador |

PÁGINA 2: Datos de la Actividad

| | |
|---|------------------|
| P7: Actividad Principal (Puede especificar mas de una respuesta) | Industria Textil |
| P8: ¿Cuán antigua es su empresa? Años | 10 a 20 |

PÁGINA 3: Sobre la valuación

| | |
|--|---|
| P9: ¿Ha vendido/comprado/participado en una valuación de una empresa? | No |
| P10: ¿Cuáles de los siguientes métodos utilizó o utilizaría? | Múltiplos (Ej.: Multiplicar ventas por un numero x) |



| | |
|---|-------------|
| P11: ¿Cómo determinó en un primer momento su valor? (Si no ha vendido o comprado un emprendimiento, ¿Cómo lo haría si tuviese que hacerlo? | |
| P12: ¿Cuáles son los motivos por el cual elige o erigiría este método y no otro? | |
| P13: ¿Buscaría ayuda profesional para la valuación? Si. ¿A quien consultaría y por qué? | un contador |
| P14: ¿Cuáles piensa usted son las principales variables que agregan valor a su empresa? --- | |

#84 COMPLETO

Recopilador: Web Link (Enlace web) Comenzó: martes, 19 de noviembre de 2013 11:41:10 Última modificación: martes, 19 de noviembre de 2013 16:17:05 Tiempo destinado: 04:35:55 Dirección IP: 201.231.187.18

PÁGINA 1: Datos Demográficos y de la Empresa

| | |
|--|--------------------|
| P1: Indique su sexo | Femenino |
| P2: ¿Qué edad tiene? | Entre 31 y 50 años |
| P3: ¿Cuál es el nivel de educación mas alto que ha recibido? | Universitario |
| P4: ¿Qué tipo de sociedad es su empresa? | Unipersonal |
| P5: ¿Con qué cantidad de empleados cuenta? | 6 a 10 |
| P6: Sobre la fundación de la Empresa, usted es | Hijo del Fundador |

PÁGINA 2: Datos de la Actividad

| | |
|--|--|
| P7: Actividad Principal (Puede especificar mas de una respuesta) | Otro (especifique) venta de Mercancias NCP |
| P8: ¿Cuán antigua es su empresa? Años | mas de 30 |

PÁGINA 3: Sobre la valuación

| | |
|---|------------------------|
| P9: ¿Ha vendido/comprado/participado en una valuación de una empresa? | No |
| P10: ¿Cuáles de los siguientes métodos utilizó o utilizaría? | Fondo de comercio |
| P11: ¿Cómo determinó en un primer momento su valor? (Si no ha vendido o comprado un emprendimiento, ¿Cómo lo haría si tuviese que hacerlo? * | |
| P12: ¿Cuáles son los motivos por el cual elige o erigiría este método y no otro? * | |
| P13: ¿Buscaría ayuda profesional para la valuación? No. ¿Por qué? | no creo que haga falta |
| P14: ¿Cuáles piensa usted son las principales variables que agregan valor a su empresa? * | |



#85 COMPLETO

Recopilador: Web Link (Enlace web) Comenzó: jueves, 24 de octubre de 2013 6:01:03 Última modificación: martes, 19 de noviembre de 2013 16:18:04 Tiempo destinado: Más de una semana Dirección IP: 186.22.210.11

PÁGINA 1: Datos Demográficos y de la Empresa

| | |
|--|--------------------|
| P1: Indique su sexo | Femenino |
| P2: ¿Qué edad tiene? | Entre 31 y 50 años |
| P3: ¿Cuál es el nivel de educación mas alto que ha recibido? | Universitario |
| P4: ¿Qué tipo de sociedad es su empresa? | Unipersonal |
| P5: ¿Con qué cantidad de empleados cuenta? | 1 a 5 |
| P6: Sobre la fundación de la Empresa, usted es | Fundador |

PÁGINA 2: Datos de la Actividad

| | |
|--|--|
| P7: Actividad Principal (Puede especificar mas de una respuesta) | Otro (especifique) Servicios personales/ Salon de belleza. |
| P8: ¿Cuán antigua es su empresa? Años | 1 a 5 |

PÁGINA 3: Sobre la valuación

| | |
|--|--------------------------------|
| P9: ¿Ha vendido/comprado/participado en una valuación de una empresa? | No |
| P10: ¿Cuáles de los siguientes métodos utilizó o utilizaría? | Fondo de comercio |
| P11: ¿Cómo determinó en un primer momento su valor? (Si no ha vendido o comprado un emprendimiento, ¿Cómo lo haría si tuviese que hacerlo? tasando tangibles, las mejores del espacio, la rentabilidad, tasando intangibles, y revisando el crecimiento, y en base a eso proyectar. Aunque creo que lo beneficioso para una operacion clara, es pedir asistencia a algun agente especializado en el tema. | |
| P12: ¿Cuáles son los motivos por el cual elige o erigiría este método y no otro? Lo primero que se me disparo, ignorando las formas posibles razones que podria estar haciendo, aunque registro que en mi ignorancia el resultado a obtener estaria sujeto al azar, por eso pediria asistencia. | |
| P13: ¿Buscaría ayuda profesional para la valuación? Si. ¿A quien consultaría y por qué? | si, a un agente especializado. |
| P14: ¿Cuáles piensa usted son las principales variables que agregan valor a su empresa? La ubicacion, el producto y el valor humano. | |

#86 COMPLETO *Respuestas ingresadas en forma manual*

Recopilador: Ingreso Manual (Enlace web) Comenzó: martes, 19 de noviembre de 2013 17:49:58 Última modificación: martes, 19 de noviembre de 2013 17:54:10 Tiempo destinado: 00:04:11 Dirección IP: 186.19.191.54



PÁGINA 1: Datos Demográficos y de la Empresa

| | |
|--|-----------------------------|
| P1: Indique su sexo | Femenino |
| P2: ¿Qué edad tiene? | Mayor a 50 años |
| P3: ¿Cuál es el nivel de educación mas alto que ha recibido? | Escuela secundaria |
| P4: ¿Qué tipo de sociedad es su empresa? | Otro (especifique) Familiar |
| P5: ¿Con qué cantidad de empleados cuenta? | Sin empleados |
| P6: Sobre la fundación de la Empresa, usted es | Hijo del Fundador |

PÁGINA 2: Datos de la Actividad

| | |
|--|---|
| P7: Actividad Principal (Puede especificar mas de una respuesta) | Otro (especifique) Tienda de ramos generales. |
| P8: ¿Cuán antigua es su empresa? Años | mas de 30 |

PÁGINA 3: Sobre la valuación

| | |
|---|---------------------------------|
| P9: ¿Ha vendido/comprado/participado en una valuación de una empresa? | No |
| P10: ¿Cuáles de los siguientes métodos utilizó o utilizaría? | Balance (Datos contables) |
| P11: ¿Cómo determinó en un primer momento su valor? (Si no ha vendido o comprado un emprendimiento, ¿Cómo lo haría si tuviese que hacerlo?) Balance y stock. | |
| P12: ¿Cuáles son los motivos por el cual elige o erigiría este método y no otro? No conozco otro. | |
| P13: ¿Buscaría ayuda profesional para la valuación? No. ¿Por qué? | No, nunca se dio la oportunidad |
| P14: ¿Cuáles piensa usted son las principales variables que agregan valor a su empresa? Costumbre de la gente al conocer la ubicación del negocio. Forma de atención. Cantidad de rubros. Precios competitivos. | |

#87 COMPLETO

Recopilador: Martin (Enlace web) Comenzó: miércoles, 20 de noviembre de 2013 9:26:40 Última modificación: miércoles, 20 de noviembre de 2013 9:33:44 Tiempo destinado: 00:07:03 Dirección IP: 200.43.32.26

PÁGINA 1: Datos Demográficos y de la Empresa

| | |
|--|--------------------|
| P1: Indique su sexo | Masculino |
| P2: ¿Qué edad tiene? | Entre 31 y 50 años |
| P3: ¿Cuál es el nivel de educación mas alto que ha recibido? | Universitario |
| P4: ¿Qué tipo de sociedad es su empresa? | Unipersonal |
| P5: ¿Con qué cantidad de empleados cuenta? | Sin empleados |
| P6: Sobre la fundación de la Empresa, usted es | Fundador |



PÁGINA 2: Datos de la Actividad

| | |
|--|------------------------|
| P7: Actividad Principal (Puede especificar mas de una respuesta) | Servicios informáticos |
| P8: ¿Cuán antigua es su empresa? Años | Menor a 1 |

PÁGINA 3: Sobre la valuación

| | |
|--|--|
| P9: ¿Ha vendido/comprado/participado en una valuación de una empresa? | No |
| P10: ¿Cuáles de los siguientes métodos utilizó o utilizaría? | Ninguno |
| P11: ¿Cómo determinó en un primer momento su valor? (Si no ha vendido o comprado un emprendimiento, ¿Cómo lo haría si tuviese que hacerlo? Contratando Tazador | |
| P12: ¿Cuáles son los motivos por el cual elige o elegiría este método y no otro? Porque no conocia otra forma | |
| P13: ¿Buscaría ayuda profesional para la valuación? Si. ¿A quien consultaría y por qué? | Porque considero que puede aplicar mejor el criterio |
| P14: ¿Cuáles piensa usted son las principales variables que agregan valor a su empresa? Para cada servicio se aplican variables de confianza, responsabilidad y garantía. | |

#88 COMPLETO

Recopilador: Martin (Enlace web) Comenzó: miércoles, 20 de noviembre de 2013 9:34:49 Última modificación: miércoles, 20 de noviembre de 2013 9:49:50 Tiempo destinado: 00:15:01 Dirección IP: 200.43.32.26

PÁGINA 1: Datos Demográficos y de la Empresa

| | |
|--|--------------------|
| P1: Indique su sexo | Masculino |
| P2: ¿Qué edad tiene? | Entre 31 y 50 años |
| P3: ¿Cuál es el nivel de educación mas alto que ha recibido? | Universitario |
| P4: ¿Qué tipo de sociedad es su empresa? | Sociedad Anónima |
| P5: ¿Con qué cantidad de empleados cuenta? | mayor a 500 |
| P6: Sobre la fundación de la Empresa, usted es | Fundador |

PÁGINA 2: Datos de la Actividad

| | |
|--|-----------------------------------|
| P7: Actividad Principal (Puede especificar mas de una respuesta) | Otro (especifique) Comunicaciones |
| P8: ¿Cuán antigua es su empresa? Años | 5 a 10 |

PÁGINA 3: Sobre la valuación

| | |
|---|----|
| P9: ¿Ha vendido/comprado/participado en una valuación de una empresa? | No |
|---|----|



| | |
|---|--|
| P10: ¿Cuáles de los siguientes métodos utilizó o utilizaría? | Balance (Datos contables) |
| P11: ¿Cómo determinó en un primer momento su valor? (Si no ha vendido o comprado un emprendimiento, ¿Cómo lo haría si tuviese que hacerlo? Por su facturación mensual. | |
| P12: ¿Cuáles son los motivos por el cual elige o erigiría este método y no otro? Porque es lo mas acertado en cuanto a las ganancias que puede brindar la empresa. | |
| P13: ¿Buscaría ayuda profesional para la valuación? No. ¿Por qué? | En mi caso al ser unipersonal y solo de servicios, no hay demasiados factores a tener en cuenta. |
| P14: ¿Cuáles piensa usted son las principales variables que agregan valor a su empresa? Facturación mensual. Capital activo. | |

#89 COMPLETO

Recopilador: Web Link (Enlace web) Comenzó: miércoles, 20 de noviembre de 2013 12:25:28 Última modificación: miércoles, 20 de noviembre de 2013 12:28:06 Tiempo destinado: 00:02:38 Dirección IP: 186.13.2.199

PÁGINA 1: Datos Demográficos y de la Empresa

| | |
|--|--------------------|
| P1: Indique su sexo | Masculino |
| P2: ¿Qué edad tiene? | Entre 31 y 50 años |
| P3: ¿Cuál es el nivel de educación mas alto que ha recibido? | Escuela secundaria |
| P4: ¿Qué tipo de sociedad es su empresa? | Sociedad Anónima |
| P5: ¿Con qué cantidad de empleados cuenta? | 6 a 10 |
| P6: Sobre la fundación de la Empresa, usted es | Fundador |

PÁGINA 2: Datos de la Actividad

| | |
|--|-------------------|
| P7: Actividad Principal (Puede especificar mas de una respuesta) | Gastronomía/Bares |
| P8: ¿Cuán antigua es su empresa? Años | 1 a 5 |

PÁGINA 3: Sobre la valuación

| | |
|--|-------------------------------|
| P9: ¿Ha vendido/comprado/participado en una valuación de una empresa? | Si |
| P10: ¿Cuáles de los siguientes métodos utilizó o utilizaría? | Promedio de distintos métodos |
| P11: ¿Cómo determinó en un primer momento su valor? (Si no ha vendido o comprado un emprendimiento, ¿Cómo lo haría si tuviese que hacerlo? Inversión inicial + facturación mensual por los meses que estuvimos desde la fundación + fondo de comercio (todos los elementos fijos + un valor agregado de clientela). | |
| P12: ¿Cuáles son los motivos por el cual elige o erigiría este método y no otro? Nos pareció lo más redituable para nosotros. | |
| P13: ¿Buscaría ayuda profesional para la valuación? Si. ¿A quien consultaría y por qué? | Contador amigo. |
| P14: ¿Cuáles piensa usted son las principales variables que agregan valor a su empresa? | |



La estética y a qué público está orientado.
Ubicación.

#90 COMPLETO *Respuestas ingresadas en forma manual*

Recopilador: Ingreso Manual (Enlace web) Comenzó: miércoles, 20 de noviembre de 2013
16:53:36 Última modificación: miércoles, 20 de noviembre de 2013 16:55:55 Tiempo
destinado: 00:02:18 Dirección IP: 186.19.191.54

PÁGINA 1: Datos Demográficos y de la Empresa

| | |
|--|--------------------|
| P1: Indique su sexo | Femenino |
| P2: ¿Qué edad tiene? | Entre 31 y 50 años |
| P3: ¿Cuál es el nivel de educación mas alto que ha recibido? | Escuela secundaria |
| P4: ¿Qué tipo de sociedad es su empresa? | Unipersonal |
| P5: ¿Con qué cantidad de empleados cuenta? | Sin empleados |
| P6: Sobre la fundación de la Empresa, usted es | Fundador |

PÁGINA 2: Datos de la Actividad

| | |
|--|--|
| P7: Actividad Principal (Puede especificar mas de una respuesta) | Otro (especifique) Alquiler de inflables para fiestas infantiles. |
| P8: ¿Cuán antigua es su empresa? Años | Menor a 1 |

PÁGINA 3: Sobre la valuación

| | |
|--|-------------------------------------|
| P9: ¿Ha vendido/comprado/participado en una valuación de una empresa? | No |
| P10: ¿Cuáles de los siguientes métodos utilizó o utilizaría? | Balance (Datos contables) |
| P11: ¿Cómo determinó en un primer momento su valor? (Si no ha vendido o comprado un emprendimiento, ¿Cómo lo haría si tuviese que hacerlo? Por los activos que poseo. | |
| P12: ¿Cuáles son los motivos por el cual elige o erigiría este método y no otro? Me parece el mas coherente. | |
| P13: ¿Buscaría ayuda profesional para la valuación? Si. ¿A quien consultaría y por qué? | Si, a otra persona del mismo rubro. |
| P14: ¿Cuáles piensa usted son las principales variables que agregan valor a su empresa? Publicidad y promociones. | |



Anexo L: Transcripción consultas y entrevistas a referentes posteriores a las encuestas a Empresarios¹⁹⁵

Se les envió a referentes del ámbito profesional y consultoría, una consulta vía mail sobre valuación, acercándoles los resultados de la encuesta a empresarios. Con mínimas variantes, la consulta fue la siguiente:

"Mi nombre es Matías Caramés Stornini y soy Licenciado en Administración por la Universidad de Buenos Aires.

Ante todo, agradezco su tiempo y ayuda para la concreción de mi Tesis de Posgrado, cuyo Director es el Dr. Juan Carlos Alonso.

La misma versa sobre Valuación de Empresas Familiares.

El planteo de la misma es que, según la teoría y también consultas a referentes de finanzas, el método de flujos de fondos descontados es el único método conceptualmente correcto. A pesar de ello, dicho método prácticamente no es utilizado y, de hecho, prácticamente desconocido, por lo menos para las empresas familiares.

De las 81 encuestas que hice a empresarios de este tipo de empresas (se les pregunto, entre otras cosas, si habían valuado, vendido o comprado algún emprendimiento, si la respuesta era positiva, como lo habían hecho, si la respuesta era negativa, como lo harían), solo dos contestaron que usarían el método de flujos de fondos descontados para valorar sus emprendimientos o comprar otro.

De los que no habían participado, el 27% utilizo un promedio de distintos métodos, 31% Balance, 14% múltiples, 8% Fondo de Comercio, 1% opciones, y 10% ninguno. Del otro grupo, 43% promedio de distintos métodos, 17% Balance, 6% múltiples, 20% fondo de comercio, 7% descuento de flujo de fondos y 7% ninguno.

Concretamente, la consulta que desearía hacerle es saber como valúa usted un emprendimiento y también que opinión le merecen los resultados obtenidos con la encuesta."

A dicha consulta, hubo un intercambio de mails que se transcriben a continuación y una entrevista personal con uno de ellos que me abrió la puerta a poder consultar a otros profesionales.

Consultas vía mail al Mg. Diego Ocampo¹⁹⁶

Respuesta de Diego Ocampo

Hola Matías

Siempre usé discount valuation y contrasté resultados con lo que en la practica se usa o con lo que tenia de mindset el dueño. En general suelen tener una idea de valor relacionada con lo que se pagó antes por una compañía del rubro, o cualquier otro tipo de múltiplo (basado en ventas, empleados, activos, etc.), lo que no está mal. Lo rico de DCF es que ven mas clara la generación de valor. No se si respondí a tu pregunta. Cualquier cosa hablame/escribime.

¹⁹⁵ En el caso de Diego Ocampo, el contacto fue facilitado por la Contadora Romina Caramés Stornini; por otra parte, el contacto con el Licenciado Alberto Marcel e Ignacio Vélez Pareja fue facilitado por el Doctor Juan Carlos Alonso; Rodrigo Ribeiro y Miguel Molfino fueron contactados gracias al Licenciado Alberto Marcel.

¹⁹⁶ Diego Ocampo. Contador, Universidad de Buenos Aires, Master en Finanzas Universidad de San Andrés, Director, Corporate Ratings en Standard & Poor's.



Saludos

Diego

Consultas vía mail y entrevista al Lic. Alberto Marcel¹⁹⁷

Entrevista del 20 de marzo de 2014 con el Licenciado Alberto Marcel

Según el Licenciado Marcel, los resultados de la encuesta, revelan una "triste realidad" en valuaciones y, considera que el mayor obstáculo a la utilización de métodos correctos es la ignorancia de los mismos.

Asimismo, hizo hincapié en la dificultad de valorar por comparables¹⁹⁸ en la Argentina, por falta de información confiable y la inflación que distorsiona los números y las relaciones entre los números (¿Con que comparar?).

También, otra de las dificultades que el Licenciado Marcel ve, esta en la determinación de una tasa de descuento apropiada, primero por no contar nuestro país con un mercado voluntario de deuda, no se posee el parámetro de tasa libre de riesgo, segundo porque para dicho calculo es necesaria honestidad, razonabilidad (Debe estar dentro de parámetros razonables) y consistencia (su calculo debe llevar rigor técnico).

Me cuenta que en Europa y en Estados Unidos, los múltiplos son usados para valorar, por ejemplo, el SP500¹⁹⁹ que representa gran parte del mercado, pero aquí, si en Francia, por ejemplo, multiplico por doce, quizás en Argentina debo hacerlo por 3,5, por el riesgo país y la inflación.

¹⁹⁷ Alberto Marcel, Contador Público Nacional y Licenciado en Administración, Universidad Nacional de La Plata.

Profesor Titular Dirección y Gestión Empresarial - Facultad de Ciencias Económicas - UNLP, Profesor Titular Administración Financiera - MBA Empresas de Servicios de Salud - UNLP, Profesor Titular Planes de negocio - MBA - UNLP, Profesor Titular Valuación de Negocios - MBA - UBA, Profesor Titular Finanzas de Empresa II - Facultad de Ciencias Económicas UNLP.

Desarrollo Nuevos Negocios Marsh S.A. (Argentina) (desde Noviembre 2012) Buenos Aires, Argentina. Asesoramiento integral en temas de administración de riesgos y estructuración financiera. Financiación de proyectos.

Director Asociado Mantero, Arcucci & Asociados. (desde Septiembre 2012) Buenos Aires, Argentina.

Asesoramiento financiero integral (Finanzas corporativas, reestructuraciones, financiación de proyectos, valuación de negocios, etc.)

Director KPMG Corporate Finance (Julio 2000 - Agosto 2012) Buenos Aires, Argentina. Asesoramiento financiero integral. Especialista en valuación de negocios.

¹⁹⁸ Valuación por comparables se refiere al método de múltiplos. Op. Cit.

¹⁹⁹ SP500, El índice Standard & Poor's 500 (Standard & Poor's 500 Index) también conocido como S&P 500 es uno de los índices bursátiles más importantes de Estados Unidos. Al S&P 500 se le considera el índice más representativo de la situación real del mercado.. Op. Cit.



Consultas vía mail al Ingeniero Ignacio Vélez Pareja²⁰⁰

Respuesta a la primera consulta a Ignacio Vélez Pareja:

Estimado Matías

Lo que veo de tus resultados no es extraño. Aunque el FCD es el más usado en el mundo, requiere mucho más trabajo; implica armar un modelo, hacer estimativos de varios datos de entrada, construir las relaciones entre variables, etc.

La ventaja del FCD está en que puedes identificar las variables que son más críticas y que afectan el valor. Esto te permite hacer escenarios que pueden presentarse en el futuro; esto es lo que se llama análisis de sensibilidad. Este tipo de herramientas es más útil y necesaria cuando hay situaciones críticas. Yo hago el símil del cirujano que tiene que hacer una cirugía delicada: no lo hará con un hacha, sino con el mejor bisturí.

Yo creo que es el que debe usarse.

En empresas familiares no es extraño el uso del balance para valorar y negociar una firma. Pensé que habría un % mayor.

El fondo de comercio es el goodwill y se debe calcular como el VAN o VPN.

Sería muy bueno saber cuáles métodos son los que se usan para calcular el promedio que mencionan.

No sé si lo hiciste, pero en estas encuestas hay que tener cuidado en asegurarse que cuando los enfrentas al cuestionario saben qué significa cada cosa. Me explico, si tú preguntas por el método de FCD o de múltiplos, deben saber de qué estás hablando. Es posible que algunos respondan que sí a alguna de las preguntas sin saber en realidad lo que les están preguntando. A veces ocurre porque a la gente le puede dar vergüenza decir que no sabe de qué les estás hablando. ¿Es clara mi preocupación?

¿Les has preguntado antes si acudieron a un experto en el tema? Imagínate a un empresario respondiendo un cuestionario donde le preguntan por todo lo que anotas en tu mensaje. Lo más probable es que nunca haya oído hablar de FCD, o de múltiplos (¿múltiplos de qué?), de fondo de comercio, etc. También, lo más probable es que responda cualquier cosa para no quedar mal ante ti y no tener que decirte que no sabe de qué estás hablando.

Cuando te responden que un promedio de diferentes métodos, ¿te dicen cuáles métodos? ¿Los conocen?

²⁰⁰ Ignacio Vélez Pareja, M.Sc. en Ingeniería Industrial University of Missouri Columbia, Missouri, U.S.A. (1967- 1968), Ingeniero Industrial, Universidad de los Andes, Bogotá, Colombia (1962-1966). Desde diciembre de 2012 Consultor independiente.

2006-2012 Profesor Asociado (de tiempo completo) Universidad Tecnológica de Bolívar, Cartagena, Colombia.

Ex Decano Facultad de Ingeniería Industrial, Ex Asesor del Vicerrector de Tecnología y Ex Director Relaciones Internacionales e Inter Institucionales, Politécnico Grancolombiano.

Ex Director de Departamento, ex Director Carrera y Profesor Titular en Administración de Empresas, Pontificia Universidad Javeriana, Bogotá.

Ex Jefe del Departamento de Ingeniería Industrial de la Universidad de los Andes.

Gerente de áreas funcionales y gerente general en las siguientes empresas: Compuclub, Teorema S.A. Bogotá, Galas de Colombia, Van Leer Envases de Colombia, Gaseosas Hipinto, Mogollón y Cía.

Profesor de la universidades Politécnico Grancolombiano, Javeriana, Andes, ICESI, Universidad Nacional de Minas, Universidad del Valle, Universidad Argentina de la Empresa, Universidad de Belgrano (Argentina), Universidad de Buenos Aires, Duke University, Instituto Politécnico de Viana do Castelo (Portugal), Graduate School of Financial Management de la Academy of National Economy y Moscow State University, Moscú, entre otras.

Conferencista internacional sobre valoración en Estados Unidos, Argentina, Chile, España y Rusia.



En resumen, no me extrañan los resultados que me cuentas. Más aun, creo que el perfil de las respuestas induce a pensar que conocen varios métodos, lo cual es sorprendente.

Espero que todas estas preguntas (más que respuestas) te sirvan para avanzar en tu tesis. Sigo a tus órdenes.

Cordial saludo

A esta respuesta, Ignacio Vélez Pareja fue nuevamente contactado vía mail con la siguiente consulta:

Estimado Ignacio

Muchas gracias por la respuesta. También pienso que el FCD es el mejor método. También estime que el % de Balance sería alto, pero esperaba ver (en mis expectativas), una mayor participación de múltiples.

¿Me podría aclarar porque el fondo de comercio debe calcularse como el VAN?

Con respecto a las respuestas en sí, preví que los nombres de los métodos por sí solos podrían llevar a confusión, por lo que, además de elegir un método, se le pedía que explique como había logrado la valuación y el motivo de la elección de ese método.

De ahí que, algunas encuestas fueron corregidas ya que elegían un método y describían otro a continuación, por ejemplo:

*Elige Descuento de flujo de fondos, para luego explicar que tomo los activos y le resto los pasivos.
Otra encuesta en donde elige Balance y en la explicación multiplica una prima anual por 36.*

De hecho, de las 90 encuestas, 9 fueron descartadas por incompletas y a 29 tuvieron correcciones del tipo descrito anteriormente.

Otra de las preguntas se refería a si solicitaron ayuda profesional o no y a quien consultaría.

Increíblemente (por lo menos para mí), solo el 53% de los empresarios que habían vendido o comprado un emprendimiento solicitaron ayuda profesional, mientras que el 72% de los que no habían vendido o comprado solicitarían ayuda profesional.

La asistencia, se la solicitaban en su mayoría a Contadores y Licenciados en Administración, por lo que me cabe preguntar si nosotros, Profesionales de Ciencias Económicas no tenemos responsabilidad en el uso de métodos inadecuados para valorar.

Nuevamente, le vuelvo a agradecer su tiempo y ayuda.

Cordialmente.

Lic. Matías Caramés Stornini

Segunda respuesta de Ignacio Vélez Pareja:

Estimado Matías

Gracias por tu detallada respuesta. Dos aspectos para comentar: responsabilidad de las escuelas y lo de fondo de comercio o intangibles, según lo que me aclaraste.

Estoy de acuerdo en que parte del problema está en la formación que se recibe en la universidad. Hay mucha confusión y proliferan métodos inapropiados para analizar inversiones. Pablo Fernández ratifica una y otra vez que lo correcto es el FCD.



El otro tema es la valoración del intangible. Como método para valorar una firma, a mi juicio está equivocado porque el ese valor es lo que todo el conjunto de intangibles q tiene la empresa y q le añaden valor a los activos tangibles. Como seguramente sabes, aquellos son una variedad de bienes como por ej, marcas, patentes, know how, etc. Hacer una valoración sobre ese valor es como vender el resultado de todos esos aspectos por su valor, pero regalar los activos tangibles. Esto equivale a calcular el Valor de los flujos de caja (que es el valor de la firma) y restarle el valor de lo tangible (la inversión hecha) y ese resultado es el VAN o VPN. Ese es el valor de los intangibles como un todo. El VPN que es lo soy capaz de añadir en términos de valor, a un activo tangible.

Ahora, si en el Balance hay una partida por intangibles, habría que ver si es mayor, menor o igual al VPN. En cualquier caso, jamás debería venderse una firma por el valor de los intangibles porque estarías, repito, regalando los tangibles.

No se si esto aclara tu duda. En caso negativo, me escribes.

Cordial saludo

Consultas vía mail al Contador Rodrigo Ribeiro²⁰¹

Respuesta a la primera consulta a Rodrigo Ribeiro:

Hola Matías,

Gracias por el email. Envíale un gran saludo a Alberto y Juan Carlos, excelentes profesionales y mejores personas ambos.

No me extrañan los resultados de tu encuesta porque aún existe un amplio desconocimiento de la materia de valuación de empresas a nivel profesional en general y en particular en los asesores de empresas familiares (generalmente, contadores individuales o estudios pequeños de contador). Las empresas familiares cuando enfrentan un tema de venta, sucesión, división de acciones por divorcio, etc. recurren inicialmente a su contador de confianza. Este generalmente no maneja el flujo de fondos como método de valuación y recurre a otros métodos más simples y rápidos (valor de balance + un valor llave, o múltiplos que les pasó algún colega). Estos métodos son más rápidos y le generan más confianza al contador, porque se basan en cifras de balance a los que se suma un valor llave o multiplican la cifra de balance (EBITDA) por una constante (múltiplo).

A medida que estudiantes como tu se van recibiendo, los futuros asesores de empresas familiares estarán mejor formados en valuación y utilizaran el método de flujo de fondos además del método de múltiplos, etc.

Yo trabajo mucho a nivel de empresas multinacionales y empresas familiares pero de un tamaño más grande. Cada vez que realizamos un informe de valuación EL método utilizado es descuento de flujos de fondos libres.

Un abrazo.

Rodrigo

²⁰¹ Rodrigo Ribeiro, CFA, Contador Público, graduado en la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad de la República. Master of Business Administration, Georgia State University, Atlanta, Estados Unidos de América.

Posee el título de Chartered Financial Analyst (CFA) otorgado por el CFA Institute de los Estados Unidos de América, y participa en la revisión de las lecturas del programa CFA y en la elaboración de los exámenes de dicho programa.

Socio de KPMG, responsable del Departamento de Consultoría en Uruguay, y tiene a su cargo la prestación de los servicios de asesoramiento en materia de finanzas corporativas, valuación de empresas, y fusiones y adquisiciones.

Catedrático Adjunto de Finanzas Corporativas en la Universidad ORT, teniendo a su cargo el dictado del curso "Finanzas Corporativas" en los programas de Maestría en Administración de Empresas, Maestría en Finanzas y Maestría en Gestión Tecnológica. Tiene a su cargo además el dictado del curso "Valuación de Empresas, Fusiones y Adquisiciones" en los programas mencionados de dicha universidad.

Ha sido nominado a Business Professor of the Year, premiación docente otorgada por The Economist Intelligence Unit de la revista The Economist.



A esta respuesta, Rodrigo Ribeiro fue nuevamente contactado vía mail con la siguiente consulta:

Estimado Rodrigo

Muchas gracias por su tiempo y ayuda, enviaré sus saludos a Alberto y Juan Carlos.

Estoy de acuerdo que la formación profesional es muy importante para que el método de flujo de fondos descontados sea utilizado mayoritariamente.

Si visualizo dos problemas a la hora de comenzar una evaluación en la Argentina actual (Alberto hizo mucho hincapié con estos temas cuando me entrevisté con él), uno es la inflación, sobre todo para estimar flujos futuros y el otro la ausencia de una tasa libre de riesgo de referencia, al no existir en nuestro país un mercado voluntario de deuda.

¿Cómo cree que se pueden tratar estos temas?

Nuevamente, gracias.

Cordialmente.

Lic. Matías Caramés Stornini

Segunda respuesta de Rodrigo Ribeiro:

Gracias Matías,

Yo creo que ambos temas tienen una solución en la aplicación del flujo de fondos (de hecho en Uruguay tenemos esos mismos dos problemas) y no creo que sean el principal factor para no aplicar el método.

La inflación se resuelve trabajando con flujos en moneda constante o en flujos en una moneda dura internacional. El tema de ausencia de tasa libre de riesgo, es verdad que localmente no existe, pero sí existe internacionalmente, y cualquier inversor en Argentina u otra parte del mundo tiene como referencia de tasa libre de riesgo la de los bonos del tesoro americano. Los grandes inversores argentinos, uruguayos, brasileños (quienes compran empresas), etc. saben que si no quieren riesgo, pueden poner el dinero en bonos de USA. De modo que ambos factores contribuyen a hacer más compleja la aplicación del flujo de fondos descontado, pero no la inhiben completamente por que hay soluciones.

A modo de ejemplo, en Uruguay trabajamos con flujos de fondos proyectados en dólares americanos, y descontamos usando la tasa de CAPM²⁰² considerando como libre de riesgo la tasa de bonos de USA.

Creo que sí, un factor que hace más compleja la aplicación de una valuación en Argentina es el riesgo político (cosa que no ocurre en Uruguay). La dificultad de medir el riesgo político en Argentina hace que un analista dude como lo considera, si como una prima en la tasa de descuento o como un ajuste significativo en el flujo.

De modo que yo opino que como factores que dificultan más la aplicación del DCF es la falta de formación profesional a nivel de asesores de empresas familiares (esto lo puedes intentar verificar consultando a tus empresarios entrevistados, quien lo asesoró en la valuación que tuvo que realizar), y el riesgo político en Argentina. Si te fijas las empresas multinacionales, la inflación y ausencia de referencia local de tasa libre de riesgo no obsta a que apliquen el DCF, cosa que hacen mucho en Argentina.

Bueno, esta es mi opinión, discutible por supuesto.

Te mando un abrazo, y cuando termines la tesis mándamela para leerla.

Rodrigo

²⁰² CAPM, modelo de valoración de activos financieros o Capital asset pricing model. Ver Anexo G.



Consultas vía mail a Miguel Molfino²⁰³

Respuesta a la primera consulta a Miguel Molfino:

Estimado Matías:

Gracias por contactarme por este tema.

No sé si te ha comentado Alberto mi especialidad, pero en mi vida profesional he realizado más de 750 valuaciones en todos los países de América Latina, tanto de grandes empresas multinacionales como pymes, sean corporaciones públicas, privadas (incluyendo empresas familiares) o de activos o pasivos.

En mi experiencia profesional la metodología que más he aplicado es la de flujos de fondos descontados siempre que el objetivo del trabajo determinase que era la metodología más adecuada.

De allí a concluir terminantemente que es el único método conceptualmente correcto: no estoy de acuerdo. Y como ejemplo, ¿vos aplicarías esta metodología para valorar un establecimiento ganadero, por ejemplo? ¿O un hotel cuyo inmueble sea propio? ¿O una empresa de real estate? Además, para determinados objetivos no debería ser la metodología a utilizar (ej. valorar empresas en liquidación).

Respecto a los resultados obtenidos en la encuesta, no me sorprenden. Hay poca profesionalidad en muchos asesores de empresas pymes familiares al momento de valorar empresas o activos, y no consultan a especialistas. Son los mismos que liquidan los impuestos o llevan la contabilidad o liquidan sueldos y tratan de realizar cualquier trabajo profesional que les requieran.

Y finalmente los empresarios son especialistas en sus negocios, tanto productivos como comerciales, pero eso no necesariamente los convierte en especialistas en comprar o vender empresas, y menos en temas de finanzas/valuación.

Cordiales saludos,

Miguel

A esta respuesta, Miguel Molfino fue nuevamente contactado vía mail con la siguiente consulta:

Estimado Miguel

Buenas tardes

Ante todo, muchísimas gracias por su respuesta.

Me es sumamente útil su experiencia, tiene razón en que existen muchos casos en los que el método de flujos de fondos descontados no es el indicado para valorarlo.

El año pasado en una entrevista que tuve me comentaron algo similar; "No te cases con las verdades absolutas".

El punto en mi Tesis y por ello le vuelvo a agradecer, es la segunda parte de su respuesta: independientemente del método, se suele valorar mal y generalmente es por falta de asesoramiento correcto.

Querría, solicitarle si puede enviarme un CV suyo o un extracto con el fin, si me da su permiso, de incluir sus comentarios en mi trabajo.

Por último, le hago unas últimas consultas; ¿Ajusta de alguna manera los flujos de fondos por la inflación? y ¿Que parámetros utiliza a la hora de calcular las tasas de descuento al no existir un mercado voluntario de deuda en nuestro país? (sobre todo para tener un parámetro de tasa libre de riesgo).

Nuevamente, gracias.

Cordialmente.

²⁰³ Miguel A Molfino, Socio de First Corporate Finance Advisors.



Lic. Matías Caramés Stornini

Segunda respuesta de Miguel Molfino:

Estimado Matías:

Correcto.

No obstante, hay algunas verdades absolutas en valuación, ignoradas muchas por practicantes de las finanzas.

Respecto a mi persona, puedes encontrar información en nuestra página web: www.firstcfa.com

Ante la falta de tasas en pesos de largo plazo, tanto para definir el costo del capital propio como la tasa de deuda y su peso relativo en la WACC²⁰⁴, lo mejor es hacer la valuación en dólares, usando tasas de USA. Para ello, los flujos de fondos pueden proyectarse en pesos, considerando inflación, crecimiento, etc. y luego convertidos a dólares usando futuros de esa moneda o proyecciones de tipo de cambio.

Saludos cordiales,

Miguel A. Molfino

²⁰⁴ WACC (Weighted Average Cost of Capital). Op. Explicado en Anexo G.