



Universidad de Valladolid

Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

Grado en Administración y Dirección de Empresas

La praxis de valoración de negocios en la
jurisprudencia española: análisis de su
idoneidad desde una perspectiva financiera

Presentado por:

Marta Atienza Fuente

Tutelado por:

Gabriel de la Fuente Herrero

Pilar Velasco González

Valladolid, 4 de julio de 2022

RESUMEN

La valoración de empresas ocupa un lugar central en la Economía Financiera. A pesar de la relevancia de los avances en este campo en las últimas décadas, se observa un gap entre las prácticas de valoración de negocios de los profesionales y los preceptos más básicos de la teoría financiera. Algunas de estas valoraciones terminan en disputas judiciales, en las que los jueces deben dirimir entre estimaciones contrapuestas. Para resolver estos litigios, la normativa legal resulta de poca ayuda, pues adolece de un orden de prelación entre métodos de valoración, descargando sobre el juez toda la responsabilidad de elegir entre práctica y teoría. El objetivo de este proyecto es investigar los factores que influyen en la elección del método de valoración aplicado por los jueces en España. A partir de una muestra de 94 sentencias de Tribunales en el período 2001-2022, nuestros resultados sugieren que el momento temporal de la sentencia y la instancia judicial de la que procede son factores determinantes del método elegido por el juez.

Conceptos clave: valoración de empresas, litigios, valor contable, descuento de flujos.

Códigos de clasificación JEL: G12, G13, G19.

ABSTRACT

Corporate valuation is a central issue in Financial Economics. Despite the important advances in this field over recent decades, we observe a gap between the business valuation practices applied by practitioners and the valuation basis supported by scholarly research. As a result, many business valuations result in litigation processes, in which judges have to assess conflicting valuations and decide the most appropriate. Current legislation is of little use when it comes to solving these disputes, since it fails to establish any order of precedence between the different valuation methods, leaving the responsibility of choosing between practice and theory to the judge. This project aims to investigate the factors which influence the choice of valuation method applied by judges in litigation processes in Spain. Using a sample of 94 Court decisions in the period 2001-2022, our results suggest that the time when the sentence is issued and its judge instance play an important role in the valuation method chosen by the judge.

Key concepts: Corporate valuation, litigation processes, accounting value, discounted cash flow.

JEL classification codes: G12, G13, G19.

ÍNDICE DE CONTENIDOS

1. INTRODUCCIÓN.....	2
2. LA VALORACIÓN DE EMPRESAS EN LA PRÁCTICA PROCESAL	5
3. ANÁLISIS EMPÍRICO	10
3.1. Recopilación de datos y muestra de estudio	10
3.2. Variables, modelos y metodología de análisis.....	13
3.3. Estadísticos descriptivos.....	16
3.4. Resultados	20
3.4.1. Factores sobre el proceso judicial.....	20
3.4.2. Factores relativos a la empresa valorada y el método de valoración .	23
3.4.3. Modelo completo	25
3.4.4. Análisis de robustez	27
4. CONCLUSIONES Y REFLEXIONES FINALES	30
4.1. Conclusiones.....	30
4.2. Implicaciones para la práctica, limitaciones y futuras líneas de investigación	31
5. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	33
ANEXO 1 :Métodos de valoración de empresas	39
ANEXO 2: Variables del modelo.....	45

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1: Distribución de las sentencias de la muestra por sectores de actividad	12
Tabla 2: Distribución de sentencias según el método de valoración elegido por el juez	13
Tabla 3: Estadísticos descriptivos.....	17
Tabla 4: Distribución de frecuencias.....	19
Tabla 5: Factores relativos al proceso judicial y método de valoración	21
Tabla 6: Factores relativos a la empresa valorada y método de valoración	24
Tabla 7: Modelo completo	25
Tabla 8: Clasificación alternativa de métodos de valoración.....	28
Tabla 9: Análisis de robustez con cuatro categorías de métodos de valoración.....	28

ANEXO 1

Tabla A. 1. Modelos contables de valoración de empresas	41
Tabla A. 2. Modelos de múltiplos de valor.....	42
Tabla A. 3. Modelos de descuento de flujos de caja.....	44

ANEXO 2

Tabla A. 4. Definición de variables.....	45
--	----

1. INTRODUCCIÓN

Las empresas desempeñan un papel central en las economías modernas al ser fuente de riqueza, creación de empleo, innovación y motor de crecimiento. Perspectivas como el capitalismo de los *stakeholders* (Henderson, 2020) realzan todavía más si cabe este papel fundamental de las empresas, orientándolo hacia la creación de valor a largo plazo, no únicamente para sus accionistas sino también para todos los partícipes con intereses en la empresa (clientes, suministradores, trabajadores, etc.) y para la sociedad en general. La medición del valor parece, por tanto, una cuestión de vital importancia para las empresas, la economía y la sociedad.

Son muchos los momentos de la vida de una empresa en los que puede surgir la necesidad de determinar su valor: la fusión con otra empresa, la separación o incorporación de socio, la obtención de un préstamo, o simplemente con motivo del análisis de sus estrategias. Para las empresas cotizadas, el mercado ofrece una referencia inmediata y continua a través de los precios pactados por oferentes y demandantes de títulos en sus transacciones. En el caso de las empresas no cotizadas, se carece de la referencia del mercado, lo que impone un mayor reto en su valoración. A esta labor se enfrentan diariamente profesionales de índole diversa, como por ejemplo directores financieros, inversores, auditores o jueces, entre otros.

Durante las últimas décadas, el proceso de normalización contable a nivel internacional y la mejora de la calidad del reporte de esta información han contribuido a enriquecer los *inputs* que alimentan los modelos de valoración de empresas. Sin embargo, la dificultad de valorar un negocio no proviene únicamente de la información utilizada, sino también de la complejidad de aplicación de los propios modelos (Hertz, 1977). De hecho, la identificación de las fuentes de valor y su relación de influencia en la determinación del valor de la empresa configuran uno de los principales problemas de la Economía Financiera. La investigación acumulada durante el último siglo ofrece importantes enseñanzas en la estimación de las distintas fuentes de valor, el tratamiento del valor temporal del dinero, la identificación y medición de los

distintos riesgos o la incorporación del valor de intangibles como la flexibilidad de las inversiones y oportunidades de crecimiento, entre otras cuestiones. Sin embargo, estos avances científicos no siempre son trasladados de forma inmediata en la esfera profesional. Este gap entre la teoría y práctica de valoración de empresas es evidenciado empíricamente en las valoraciones realizadas por directores financieros (Graham & Harvey, 2002; Brounen, de Jong & Koedijk, 2004; Andrés, Fuente & San Martín, 2012), tasadores colegiados (Dukes, Bowlin & Ma, 1996), expertos en valoración de empresas (Rojo & García, 2006; Bancel & Mittoo, 2014), analistas financieros de la banca de inversión (Demirakos, Strong & Walker, 2004), gestores de fondos de *Private Equity* (Gompers, Kaplan & Mukharlyamov, 2016), o responsables de capital riesgo (Gompers, Gornall & Kaplan, 2020).

Esta evidencia muestra un ritmo más lento de lo deseado en la incorporación de los avances científicos y la simultánea aplicación de diferentes técnicas (Andrés *et al.*, 2012). Además, la comparación de los resultados de estos estudios revela diferencias significativas en los métodos utilizados dependiendo del perfil profesional de los valoradores y el tipo de negocio analizado. Por ejemplo, los directores financieros siguen en mayor medida los preceptos de la teoría financiera, siendo más proclives al uso del método del descuento de los flujos de tesorería esperados y el CAPM¹ (Graham & Harvey, 2002), mientras que los gestores de fondos de *Private Equity* o de capital riesgo prefieren emplear métricas mucho menos académicas a la hora de valorar sus inversiones (Gompers *et al.*, 2016 y 2020).

Esta desconexión entre teoría y práctica agrava la natural divergencia de las valoraciones realizadas por distintos profesionales para una misma empresa.² Este problema se torna complejo de resolver en el caso de los litigios que enfrentan a partes con intereses contrarios en cuanto al valor de una misma empresa. Ante esta situación, los jueces no cuentan con una normativa legal

¹ CAPM son las siglas de *Capital Asset Pricing Model* propuesto por Sharpe (1964), Lintner (1965) y Mossin (1966), que fue reconocido con el premio en Ciencias Económicas en memoria de Alfred Nobel en 1990 y que, a pesar de las numerosas críticas por parte de profesionales y académicos, sigue ocupando las páginas centrales de los manuales de finanzas corporativas.

² La divergencia natural es la que proviene de la diferencia en las previsiones sobre el comportamiento futuro de los *inputs* de un mismo modelo.

concluyente que imponga un orden de jerarquía explícito entre métodos, que sí abriga otros ámbitos del ordenamiento jurídico, y que pudiera dotarles de directrices claras y objetivas sobre qué método usar en cada caso. Su existencia favorecería un adecuado desarrollo jurisprudencial y serviría como soporte en posteriores conflictos judiciales. Esta ambigüedad normativa contribuye a generar litigios de manera incesante, pudiendo además acarrear consecuencias indirectas. Por ejemplo, Grossman & Hart (1980) señalan que la resolución de la valoración judicial puede afectar a las futuras decisiones de financiación, gobierno corporativo, decisiones de producción de las empresas, e incluso a la eficiencia del mercado de capitales (La Porta, 1997).

Nuestro estudio pretende contribuir a arrojar algo de luz sobre esta cuestión. En concreto, nuestro objetivo es explorar si existen factores que influyen en la elección del método de valoración por parte del juez en sus sentencias. Para ello, nos centramos en dos bloques de factores: aquellos relacionados con el proceso judicial y los asociados con características de la empresa objeto de valoración. La estrategia empírica empleada es similar a la de estudios previos como Chen, Yee & Yoo (2007, 2010) o Saastamoinen & Savolainen (2019, 2021). Concretamente, nuestra investigación se basa en una base de datos de elaboración propia, construida mediante la recopilación manual de información extraída de sentencias dictadas por Tribunales españoles, durante el periodo 2001-2022, en litigios sobre valoraciones de empresas.

Los principales resultados de nuestro análisis revelan que la entrada en vigor de nueva normativa relevante a efectos de valoración, la instancia de la sentencia y el rango del tribunal dictaminador son factores influyentes en el método de valoración elegido por el juez. Otras circunstancias, tales como el motivo por el que se precisa valorar la empresa o el sector en el que opera la empresa objeto de valoración, no parecen tener una influencia significativa en la elección del método de valoración por los jueces. En conjunto, esta evidencia apoya la existencia de factores extrínsecos a los fundamentos de la valoración que influyen en los modelos elegidos por los jueces e invita a mayores esfuerzos de investigación futura en este campo.

El resto de este trabajo se organiza en cuatro apartados. El apartado 2 examina los fundamentos normativos existentes en la legislación española referentes a la valoración empresarial y ofrece una revisión de la literatura previa sobre la evidencia empírica jurisprudencial. El apartado 3 describe el proceso de obtención de la información y la construcción de la muestra, variables y modelos a estimar, así como la explicación de los principales resultados obtenidos. El último apartado ofrece las conclusiones y reflexiones finales del artículo, algunas limitaciones y futuras líneas de investigación.

2. LA VALORACIÓN DE EMPRESAS EN LA PRÁCTICA PROCESAL

En la Sentencia 419/2017 de la Audiencia Provincial de Madrid se define la valoración de empresas como “una actividad de avalúo” en la que “el valorador debe conducirse prudentemente, adoptando decisiones instrumentales (selección de método de valoración, variables relevantes o *inputs* adecuados) y no desconociendo las restricciones jurídicas que le pueden limitar su labor (marco legal o contractual)” (SAPM 419/2017, de 13 diciembre). En sentido similar apunta Damodaran (2001), para quien “valorar empresas no es una ciencia, no es un arte, es un oficio”. La valoración consiste en la emisión de un juicio técnico elaborado a partir del dominio teórico y práctico de los modelos financieros y de la estimación de sus *inputs*, generalmente referidos al futuro de la empresa. Y dado que, lo único cierto del futuro es su incertidumbre (Aggarwal, 1993), no es de extrañar que en algunos casos se considere que “la valoración de empresas entra de lleno en el terreno del arte” (Mascareñas, 2004).

La legislación actualmente vigente en los distintos ámbitos relacionados con la empresa (mercantil, contable, fiscal,...) añade mayor complejidad, si cabe, al oficio de la valoración, por cuanto dispone diferentes términos (“valor razonable”, “valor teórico”, “valor real”, “valor de mercado”,...) para referirse, en la mayoría de las ocasiones, a un mismo concepto de valor.³ Lo que, sin embargo, no es posible encontrar en las leyes españolas es una delimitación clara del concepto

³ La Sentencia del Tribunal Supremo 63/2011 indica explícitamente que valor razonable y valor real han de considerarse términos equiparables. Además, la Ley de Sucesiones y Donaciones sugiere la asimilación de estos dos términos con el valor de mercado (art 9.2, LISD 29/1987).

de valor, ni criterio de prelación alguno respecto a los métodos de valoración aplicables y la mejor forma de estimar sus *inputs*.

La Ley de Sociedades de Capital (Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de Julio) dispone que “se entenderá como valor razonable el que determine un experto independiente, distinto al auditor de la sociedad que, a solicitud de cualquier interesado, nombren a tal efecto los administradores de la sociedad” (art. 124, RDLSC 1/2010). De este modo, se descarga la responsabilidad de la valoración en un experto en la materia, quien debe basar su juicio en los estándares generalmente aceptados en su práctica profesional. Por su parte, el Código de Comercio (Real Decreto de 22 de agosto de 1885) dedica once preceptos a definir qué se entiende por valor, estableciendo que, en ausencia de un mercado fiable, “el valor razonable se obtendrá mediante la aplicación de modelos y técnicas de valoración con los requisitos que reglamentariamente se determine” (artículo 38 bis del Código de Comercio). Sin embargo, a día de hoy, la normativa española continúa sin especificar criterios concretos.

El Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores, enumera posibles métodos de valoración, pero de nuevo, indicando que “no existe ningún tipo de prelación entre los métodos”. La Ley del Impuesto de Sucesiones y Donaciones únicamente remite a la noción de “valor de mercado”, sin referencia alguna a cómo determinarlo en caso de carecer de las oportunas transacciones.⁴ Poco más aclara la Norma Internacional de Información Financiera (NIIF) número 13, en la que para cuantificar el valor razonable se plantea “partir de las hipótesis o premisas que las partes utilizarían al fijar el precio del activo o del pasivo en las condiciones actuales del mercado, incluyendo cualquier hipótesis sobre riesgos” y utilizar una “técnica de valoración que maximice el uso de variables observables pertinentes y minimice el uso de variables no observables”, sugiriendo, al mismo nivel y de forma general, los métodos de la renta y de mercado como posibles alternativas.

En resumen, la normativa española puede servir de orientación, pero no llega a proporcionar unos principios sólidos y concluyentes enraizados en

⁴ “A efectos de este impuesto, salvo que resulte de aplicación alguna de las reglas contenidas en los siguientes apartados de este artículo o en los artículos siguientes, se considerará valor de los bienes y derechos su valor de mercado” (art 9.2 LISD 29/2987).

fundamentos financieros que permitan determinar de manera científica el valor de una empresa. Por el contrario, el experto debe recurrir a criterios *ex lege* en todas aquellas ocasiones donde es necesario estimar el valor de la empresa (compraventa de títulos, separación de socios, fusiones, liquidaciones y disoluciones...). En la mayoría de estas situaciones, existen partes con intereses enfrentados sobre los resultados de la valoración, que defenderán estimaciones no exentas de subjetividad (Gilson, Hotchkiss & Ruback, 2000). La ausencia de referencia normativa favorece que las partes litigantes seleccionen de manera estratégica el método de valoración que mejor sirve a sus intereses (Beatty, Riffe & Thompson, 1999).

La falta de acuerdo puede resolverse por la vía judicial, en la que corresponderá al juez dirimir sobre las valoraciones discordantes aportadas por las partes enfrentadas. Así lo establece el artículo 117 de la Constitución española, según el cual “[l]a justicia emana del pueblo y se administra en nombre del Rey por Jueces y Magistrados integrantes del poder judicial, independientes, inamovibles, responsables y sometidos únicamente al imperio de la ley”. La regulación de este precepto se inclina por la independencia y responsabilidad de los integrantes del poder judicial que han de emitir su veredicto conforme a lo prescrito legalmente. Además, el artículo 218 de la Ley de Enjuiciamiento Civil española apunta que las sentencias han de ser “congruentes, precisas y claras”. Bajo estos presupuestos, los jueces han de resolver los asuntos que sean sometidos a su jurisdicción de una forma razonable y motivada, convirtiéndose en árbitros de los intereses de las partes litigantes. Estos deben decantarse por una única solución, fallando totalmente a favor de uno de los litigantes, parcialmente a favor de ambas partes o no dando la razón a ninguna. En tal proceso, los jueces han de fundamentar el fallo de la sentencia, explicando cuál ha sido el proceso seguido y detallando los *inputs*, estimaciones y técnicas empleadas.

Sin embargo, en la resolución de estos litigios los jueces se enfrentan a la misma ausencia de un orden de prelación explícito sobre los modelos de valoración de empresas que garantice una jurisprudencia libre de arbitrariedad. Esta indefinición no es exclusiva del marco normativo español. Chen, Yee & Yoo (2010) describen una situación equiparable en Estados Unidos, donde “la

dificultad de elegir entre un abanico legal sin restricciones, con diferentes métodos de valoración, sitúa al juez en una posición de incertidumbre”. La falta de criterios explícitos abre la posibilidad de que otros factores extrínsecos a los propios fundamentos financieros de valoración, como las características del juez o la naturaleza del proceso judicial, tengan influencia en el método elegido por el juez para determinar su resolución y provoquen regularidades circunstanciales en la evidencia jurisprudencial.

Ya a finales del siglo pasado, Boatsman & Basin (1981) y Gilson, Hotchkiss & Ruback (2000) advertían de la necesidad de investigar sobre los métodos de valoración utilizados en los dictámenes judiciales. Actualmente, existen todavía escasas investigaciones acerca de la valoración judicial de empresas y los pocos trabajos disponibles se concentran mayoritariamente en Estados Unidos, país con un contexto jurídico-institucional muy diferente al español.⁵

En general, estos trabajos ponen de manifiesto que los expertos valoradores suelen adoptar posturas no neutrales en el ejercicio de su oficio, por lo que los jueces deben ser extremadamente minuciosos a la hora de evaluarlas y formular sus resoluciones (Yee, 2004; Chen *et al.*, 2007). En el mismo sentido, Shin (1998) apunta que, pese a que cada parte estima el valor de la empresa aplicando el método que más le beneficie, el juez es independiente; y Saastamoinen & Savolainen (2021) destacan que, para un óptimo funcionamiento de todo sistema judicial, el juez debe ser completamente imparcial.

Chen *et al.* (2010) distinguen dos escuelas con posturas divergentes sobre la influencia de los métodos de valoración en la resolución de los litigios judiciales. Por un lado, la escuela “racional” sostiene que los consumidores de tecnología financiera (incluidos los jueces), incorporan toda la información disponible independientemente del método con el que lleven a cabo la valoración. Por otro lado, la escuela “de medición” defiende que la resolución

⁵ Para el caso español, son reseñables las reflexiones sobre el problema de la valoración pericial de empresas en el blog de Derecho Mercantil de Jesús Alfaro (<https://derechomercantilesana.blogspot.com/>) o las críticas sobre errores de valoración aportadas por Pablo Fernández (Fernández, 2008; 2012)

judicial se ve influida por el método elegido, ya que este último es el que determina de manera insoslayable la información empleada por el juez a la hora de emitir su veredicto. Los resultados de las tasaciones se materializan como el fruto de un proceso en el que las semillas representan la información disponible. La escasa atención que hasta el momento se ha prestado al estudio de la valoración judicial ha imposibilitado un mayor avance en la extracción de conclusiones sólidas sobre cuál de estas dos escuelas tiene un mayor reflejo en la realidad del comportamiento de los jueces y la jurisprudencia acumulada.

La evidencia empírica revela que la información de las compañías que no cotizan en mercados oficiales es escasa y su acceso se encuentra restringido (Le Clair, 1990). Además, las transacciones de pequeñas y medianas compañías se realizan en mercados de eficiencia cuestionable, que tampoco aportan referencias suficientemente fiables para posibles extrapolaciones (Savolainen & Saastamoinen, 2016). Dado que el juez no forma parte de la operativa interna de la empresa a valorar, normalmente cuenta con una información más restringida que los accionistas de tales compañías (Manigart, 1997; Altamuro & Zhang, 2013). En este marco, la dificultad que habitualmente entraña la valoración de una empresa se multiplica (Amit, Glostén & Müller, 1993) y los sesgos cometidos en las valoraciones se vuelven más frecuentes (Hirschleifer, 2001).

La ausencia de un único modelo de valoración de empresas generalmente aceptado, el continuo desarrollo de nuevas técnicas financieras y la propia transformación incesante de los tipos de empresa, tampoco ayudan a fijar referencias claras. Entre los distintos modelos de valoración, el método de descuento de flujos de tesorería es relativamente poco utilizado, teniendo en cuenta que es teóricamente más correcto que otras alternativas (Beatty *et al.*, 1999), al menos para empresas asentadas. No obstante, su aplicación requiere la realización de pronósticos sobre *inputs*, como el flujo de tesorería esperado o la tasa de descuento, cuyas pequeñas variaciones llevan aparejadas grandes diferencias en los resultados de la valoración (Chen, 2007). Por el contrario, el método de múltiplos de valor⁶ es más popular, pero adolece de importantes deficiencias para la valoración de empresas no cotizadas (Di Gabriele, 2006)

⁶ También llamado modelo de múltiplos o modelo de mercado.

asociadas a la falta de la comparabilidad contextualmente adecuada. Además, la reciente transformación de la realidad empresarial, como consecuencia de la mayor presencia de recursos intangibles o de activos no monetizables, propicia que la contabilidad de las empresas se vuelva cada vez más conservadora (Givoly & Hayn, 2000; Pope & Walker, 1999; Raonic *et al.*, 2004) y menos útil para la identificación de las principales fuentes de valor.

Estos problemas de abstracción formal y material afectan directamente al proceso decisonal de los jueces, favoreciendo el peso de la influencia de su experiencia laboral previa en sus fallos posteriores (Dokko *et al.*, 2009). Saastamoinen & Savolainen (2021) advierten de la existencia de patrones de comportamiento en los profesionales de valoración que suelen perdurar en el tiempo. Algunos estudios analizan la existencia de pautas, tanto formales como informales de influencia, incluyendo la educación previa, formación, proceso de socialización, e identidad del sujeto que la acomete (Evetts, 2006). En este mismo sentido, Beatty, Riffe & Thomson (1999) defienden que “en el proceso de valoración judicial, la elección del método es contextual” y que “depende de los atributos fundamentales de la empresa [...] y de la calidad de las estimaciones de valor propuestas por los litigantes” provocando diferencias sustanciales en los valores alcanzados.

3. ANÁLISIS EMPÍRICO

3.1. Recopilación de datos y muestra de estudio

Con el propósito de contribuir a la literatura existente sobre el estudio de la praxis de valoración de empresas en el terreno jurisprudencial, se ha realizado un análisis empírico a partir de una muestra de sentencias judiciales recientes, dictadas por Tribunales españoles.

Las fuentes principales de recopilación de sentencias han sido “Aranzadi digital” y “La Ley Digital”. Estos dos portales de información contienen tanto legislación como jurisprudencia. Ambos representan un amplio repositorio documental del mundo del Derecho y conforman dos de las más extensas bibliotecas jurídicas en España, tal como reflejan estudios previos sobre materias

de diversas disciplinas jurídicas como Derecho Mercantil, Derecho Civil o Derecho Laboral, entre otras. Alvite (2004) destaca el creciente desarrollo experimentado por las bases de datos jurídicas en España desde su aparición en formato digital en los años 90, lo cual ha posibilitado una recopilación legal y jurisprudencial de otra manera inabarcable.

El procedimiento de recogida de datos se ha llevado a cabo entre octubre de 2021 y febrero de 2022 mediante la búsqueda booleana de los siguientes términos: “valor del negocio”, “métodos de valoración”, “descuento de flujos”, “múltiplos”, “valor neto contable”, “valor real de adquisición”, “valor real de las participaciones”, “valor real de las acciones”, “valoración sociedad mercantil”, “valor de los títulos”, “valoración de las partes alícuotas” “precio de venta de negocio”, “valor adquisición participaciones”, “fusiones”, “valoración según el método de...”, “valor de las participaciones sociales”, “oferta de acciones”, “valor teórico de la sociedad”, “valor de mercado de la sociedad”, y “litigio valoración”. Además, para garantizar una mejor acotación cronológica, los resultados de búsqueda se han ordenado temporalmente y se han escogido los más recientes.

Concretamente, nuestra muestra de análisis incluye las sentencias dictadas en la ventana temporal del periodo 2001-2022.⁷ Se han descartado aquellas sentencias en las que no existía referencia explícita al método de valoración elegido por el juez en su resolución. La muestra inicial constaba de 103 sentencias dictadas por tribunales de diferentes instancias en España. Se eliminaron adicionalmente otras 6 sentencias por carecer de información suficientemente precisa para identificar el método de valoración empleado. Nuestra muestra final consta de 94 sentencias judiciales sobre valoración de empresas que adoptan la forma jurídica de sociedad limitada o de sociedad anónima. Partiendo de esa muestra final de sentencias, se ha extraído manualmente la información relevante sobre el método y sobre dos bloques de posibles factores de influencia en la elección del método de valoración: por un lado, características del juez y relativas al proceso judicial y, por otro lado, características de la empresa objeto de valoración. Esta base de datos primaria,

⁷ Las sentencias más recientes resultan más útiles para evaluar la situación actual ya que incorporan las constantes reformas acontecidas en el contexto jurídico-normativo.

de elaboración propia, se elaboró inicialmente en Excel y posteriormente se exportó al programa SPSS para su tratamiento econométrico.

Siguiendo el estudio de Graham y Harvey (2002), clasificamos las sentencias de la muestra en función del sector al que pertenece la empresa objeto de valoración. La Tabla 1 muestra la distribución de las sentencias por sectores. Como puede observarse, los sectores de actividad predominantes son el sector industrial (un 25% de las sentencias), el sector de la construcción (24%), el sector servicios (15%), y el sector de transporte, comunicaciones, electricidad, gas y servicios sanitarios (15%).

Tabla 1: Distribución de las sentencias de la muestra por sectores de actividad

Sector de actividad	Número de observaciones	Porcentaje (%)
Minería	1	1.11
Construcción	22	24.44
Industria Manufacturera	23	25.55
Transporte, Comunicaciones, Electricidad, Gas y Servicios Sanitarios	14	15.55
Comercio al por menor	9	10.00
Finanzas y Seguros	7	7.77
Servicios	14	15.55
Total	90 ⁸	100

Con relación al método de valoración empleado, nuestra muestra presenta una distribución equitativa entre los contables y los financieros. Según se detalla en la Tabla 2, en el 50% de las sentencias los jueces se decantan por métodos contables, y en el otro 50%, adoptan métodos financieros. Estos últimos, apoyados en los fundamentos existentes en la teoría financiera, son métodos más complejos tanto teórica como conceptualmente (Graham y Harvey, 2002).

⁸ En cuatro de las sentencias fue imposible determinar el sector de actividad de la empresa objeto de valoración.

Tabla 2: Distribución de sentencias según el método de valoración elegido por el juez

Método de valoración elegido por el juez en su sentencia	Número de observaciones	Porcentaje
Métodos contables	47	50
Métodos financieros	47	50

3.2. Variables, modelos y metodología de análisis

En este epígrafe se describen las principales variables (dependiente y explicativas) utilizadas en nuestro análisis empírico. La tabla del Anexo 2 (Tabla A.4.) ofrece una clasificación ordenada de estas variables con su correspondiente definición.

Variable dependiente

Nuestra variable dependiente es el método de valoración escogido por el juez en su sentencia (*MET_VALORACIÓN*). Es una variable dicotómica que toma el valor de 0 si la sentencia aplica un método de valoración contable, y 1 si la sentencia utiliza un método de valoración financiero. Dentro de estos últimos englobamos tanto los múltiples de valor como los basados en el descuento de flujos de tesorería.

Variables explicativas

Las variables explicativas se han clasificado en dos grandes bloques: por un lado, aquellas relacionadas con el proceso judicial y, por otro lado, las referentes a características de la empresa objeto de valoración.

El primer bloque de variables incluye los siguientes factores: momento temporal de la sentencia (*SENTpre*), Tribunal que dicta la sentencia (*TRIB*), Instancia (*RECURSO*) y género del juez (*GRO*). El momento temporal de la sentencia se aproxima por medio de dos variables dicotómicas: *SENTpre2007*,

que es igual a 1 si la sentencia fue dictada en un año anterior o igual al 2007 y 0 en caso contrario; y *SENTpre2010*, que es igual a 1 si la sentencia fue dictada en un año anterior o igual al 2010 y 0 en caso contrario. Se han elegido estas referencias temporales (2007 y 2010) porque se corresponden con los años en los que entraron en vigor el Real Decreto 1514/2007 por el que se regula el Plan General de Contabilidad y el Real Decreto Legislativo 1/2010 por el que se aprueba la Ley de Sociedades de Capital, respectivamente. Ambos son claves en nuestro estudio pues establecen el marco normativo básico que da soporte a los criterios a seguir en un proceso de valoración de empresas.

En segundo lugar, en el Tribunal de la sentencia se identifican cinco órganos judiciales diferentes en nuestra muestra (Primera Instancia, Audiencia Provincial, Audiencia Nacional, Tribunal Superior de Justicia y Tribunal Supremo), lo que nos lleva a construir las cuatro variables dicotómicas siguientes:⁹ *dummyTRIB_INSTANCIA1* (*dummy* igual a 1 si la sentencia se dicta en Primera Instancia y 0 en caso contrario), *TRIB_AUDPROV* (*dummy* igual a 1 si la sentencia la dicta la Audiencia Provincial y 0 en caso contrario), *TRIB_AUDNAC* (*dummy* igual a 1 si la sentencia la dicta la Audiencia Nacional y 0 en caso contrario), y *TRIB_SUPJUST* (*dummy* igual a 1 si la sentencia la dicta el Tribunal Superior de Justicia y 0 en caso contrario).

En tercer lugar, identificamos tres instancias diferentes (recurso ordinario, recurso de apelación y recurso de casación) que capturamos a través de dos variables dicotómicas: *RECURSO_ORDIN* (*dummy* igual a 1 si la sentencia es fruto de un Recurso Ordinario y 0 en caso contrario) y *RECURSO_APEL* (*dummy* igual a 1 si la sentencia es fruto de un Recurso de Apelación y 0 en caso contrario). Como último factor del proceso judicial, identificamos el género del juez mediante una variable *dummy* que toma el valor 1 si la sentencia es dictada por un juez hombre y 0 si corresponde a un juez mujer.

Dentro del bloque de las características de la empresa objeto de valoración contemplamos las tres cuestiones siguientes: motivo por el que se valora (*MOTIVO*), forma jurídica que reviste (*FJ*), y sector de actividad en el que opera

⁹ Para la identificación de “n” categorías se construyen “n-1” variables dicotómicas, que toman el valor uno si pertenece a esa categoría y cero en caso contrario, para evitar incurrir en el problema de multicolinealidad perfecta conocido como la “trampa de las variables ficticias”.

(*SEC*). Respecto a la causa de la valoración, seguimos la clasificación de Álvarez, García & Borraez (2006) que identifican tres tipos de motivos: conflictos legales, oportunidades de mercado y cambios estructurales internos. Así, definimos dos variables *dummy* para capturar esas tres categorías: *MOTIVO_CONFLICT_LEG* (variable dicotómica que es igual a 1 si la razón de la valoración es un conflicto legal y 0 en caso contrario) y *MOTIVO_OPORT_MDO* (variable dicotómica que es igual a 1 si la razón de la valoración es una oportunidad de mercado y 0 en caso contrario).

Con relación a la forma jurídica, como nuestra muestra únicamente comprende sociedades limitadas y sociedades anónimas, elaboramos una variable dicotómica para distinguir las: *FJ_SA* (variable dicotómica que toma valor igual a 1 si la empresa es una sociedad anónima, y 0 si es sociedad limitada). Por último, para clasificar a las empresas en sectores de actividad nos basamos en la división en 10 sectores utilizada por el Departamento de Trabajo del gobierno de EEUU.¹⁰ Las empresas de nuestra muestra solo están presentes 7 divisiones: minería, construcción, manufacturero, transporte y comunicación, comercio al por menor, finanzas y seguros, y servicios. En consecuencia, definimos seis variables *dummy*: *SEC_MINERÍA* (igual a 1 si la empresa pertenece al sector minero y 0 en caso contrario), *SEC_CONSTRUCCIÓN* (igual a 1 si la empresa pertenece al sector de la construcción y 0 en caso contrario), *SEC_MANUFACTURAS* (igual a 1 si la empresa pertenece al sector manufacturero y 0 en caso contrario), *SEC_TRANSCOMGAS* (igual a 1 si la empresa pertenece al sector de transporte, comunicación y gas, y 0 en caso contrario), *SEC_COMMENOR* (igual a 1 si la empresa pertenece al sector de comercio al por menor y 0 en caso contrario), y *SEC_FINSEG* (igual a 1 si la empresa pertenece al sector de finanzas y seguros y 0 en caso contrario).

Modelos y metodología de análisis

En base a las variables descritas anteriormente, nuestro modelo principal a estimar viene definido por la siguiente ecuación:

¹⁰ Para más detalle, véase: <https://www.osha.gov/data/sic-manual>

$$\begin{aligned}
MET_{VALORACION_i} &= \beta_0 + \beta_1 \cdot SENTpre_i + \beta_2 \cdot TRIB_i + \beta_3 \cdot RECURSO_i + \beta_4 \cdot GRO_{JUEZ_i} \\
&+ \beta_5 \cdot MOTIVO_i + \beta_6 \cdot FJ_i + \beta_7 \cdot SEC_i + \varepsilon_i
\end{aligned}$$

donde el subíndice i hace referencia a cada sentencia, ε_i es el término error, $SENTpre$ denota las variables *dummy* referentes al momento temporal en el que dicta la sentencia, $TRIB$ identifica las variables *dummy* referentes al Tribunal que dicta la sentencia, $RECURSO$ denota variables referentes al orden jurisdiccional de la sentencia, GRO_JUEZ es la variable *dummy* sobre el género del juez, $MOTIVO$ denota a las variables *dummy* sobre el motivo por el que se valora la empresa, FJ es la *dummy* que captura el tipo de sociedad, y SEC agrupa las variables *dummy* sobre el sector de actividad de la empresa.

La metodología empleada en este estudio se ha basado en trabajos previos como Saastamoinen & Savolainen (2021) y Crowson (2019). Nuestro modelo es estimado a través de la técnica de regresión logística binaria (*binary logistic regression*), debido a que nuestra variable dependiente es una variable dicotómica: la selección por parte del juez de métodos contables o de métodos financieros para determinar el valor de la empresa. La regresión logística permite identificar qué variables (las relativas al proceso judicial *versus* las relacionadas con las características de las empresas sometidas a valoración) afectan a la elección del método de valoración por los jueces al dictar sus sentencias.

3.3. Estadísticos descriptivos

La Tabla 3 presenta los principales estadísticos descriptivos de las variables de nuestro modelo (variable dependiente y explicativas). Todas ellas son *dummies*, lo cual implica que en todos los casos detentan valores mínimos de 0 y máximos de 1. La media y la desviación típica nos permiten interpretar, respectivamente, la frecuencia con la que se presentan las distintas alternativas en nuestra muestra y el grado de dispersión de cada una de ellas.

Tabla 3: Estadísticos descriptivos

Variable	Nº obs.	Media	Desv. Típica	Min	Max
MET_VALORACIÓN	94	0.500	0.502	0.000	1.000
<u>Momento de la sentencia</u>					
AÑOpre2007	94	0.213	0.411	0.000	1.000
AÑOpre2010	94	0.298	0.460	0.000	1.000
<u>Instancia</u>					
RECURSO_ORDIN	94	0.085	0.280	0.000	1.000
RECURSO_APEL	94	0.160	0.368	0.000	1.000
<u>Tribunal que dicta la sentencia</u>					
TRIB_INSTANCIA1	94	0.021	0.145	0.000	1.000
TRIB_AUDPROV	94	0.032	0.226	0.000	1.000
TRIB_AUDNAC	94	0.117	0.323	0.000	1.000
TRIB_SUPJUST	94	0.053	0.226	0.000	1.000
<u>Género del juez</u>					
GRO_JUEZ	94	0.883	0.323	0.000	1.000
<u>Motivo de la valoración</u>					
MOTIVO_CONFLICT_LEG	94	0.234	0.426	0.000	1.000
MOTIVO_OPORT_MDO	94	0.468	0.502	0.000	1.000
<u>Forma jurídica</u>					
FJ_SA	90	0.611	0.490	0.000	1.000
<u>Sector de actividad</u>					
SEC_MINERIA	90	0.011	0.105	0.000	1.000
SEC_CONSTRUCCION	90	0.231	0.424	0.000	1.000
SEC_MANUFACTURAS	90	0.242	0.430	0.000	1.000
SEC_TRANSCOMGAS	90	0.154	0.363	0.000	1.000
SEC_COMMENOR	90	0.099	0.300	0.000	1.000
SEC_FINSEG	90	0.076	0.268	0.000	1.000

En relación con el momento en el que se dicta la sentencia, el 21.3% de las sentencias son del año 2007 o de años previos, mientras que un 29.8 % son del 2010 o de antes. Esto nos indica que más de un 70% de los casos de la muestra son de años posteriores a la entrada en vigor tanto del Plan General Contable como de la Ley de Sociedades de Capital. En cuanto al tipo recurso judicial (instancia), en el 8.5 % de los casos estamos ante recursos ordinarios y en el 16% ante recursos de apelación. En consecuencia, aproximadamente un 75.5 % de los casos corresponden a recursos de casación. Si examinamos los estadísticos en torno al Tribunal dictaminador, el 2.1% de las ocasiones es el

Tribunal de Primera Instancia el que dicta sentencia, el 3.2% la Audiencia Provincial, el 11.7 % la Audiencia Nacional, el 5.3 % los Tribunales Superiores de Justicia y el 77.7% el Tribunal Supremo. Además, el 88.3% de las sentencias son dictadas por jueces hombres, lo que implica que solo un 11.7% son sentencias dictadas por jueces mujeres. Estos resultados sugieren que los hombres son mayoría en las instancias superiores; lo que es consistente con lo manifestado en la página web del Consejo General del Poder Judicial.¹¹

En cuanto al motivo de valoración, el 23.4% de las sentencias de la muestra se corresponden con un conflicto legal, el 46.8% con una oportunidad de mercado y el 29.8% con un conflicto estructural interno. Sobre la forma jurídica, el 61.1 % de las sentencias son de sociedades anónimas y el 38.9% de sociedades limitadas. La distribución por sectores de actividad aparece detallada en el apartado relativo a la descripción de la muestra de nuestro estudio, ya mencionado anteriormente. Finalmente, la desviación típica de las variables revela que las que presentan mayor dispersión son las referidas al método de valoración escogido por el juez, el momento de la sentencia, el motivo y la forma jurídica de la empresa; siendo las variables con menor dispersión las referidas a la instancia y Tribunal de la sentencia.

La Tabla 4 muestra la tabla de contingencia de la variable dependiente (método de valoración elegido por el juez en la sentencia) y cada una de las variables independientes (agrupadas según la categoría a la que pertenece cada una de estas). Además, en esta tabla también se evalúa mediante un contraste Chi-cuadrado la significación estadística de la relación entre estas variables independientes y el método de valoración. Se observa que las variables que resultan estadísticamente significativas (con $p\text{-valor} < 10\%$) y que, por tanto, afectan a la distribución de frecuencias del método de valoración, son: el Tribunal que dicta la sentencia, la instancia judicial, el género del juez y la forma jurídica de la empresa valorada. Por el contrario, teniendo en cuenta ese nivel de

¹¹ La página web del CGPJ data que un 37 % de los integrantes de los tribunales superiores son mujeres; cifra que desciende al 18,8 % en el caso del Tribunal Supremo; siendo la Sala Cuarta (de lo social) la que más representantes femeninas tiene. En nuestro estudio, las sentencias del Tribunal Supremo que se estudian pertenecen a la sala Primera (de lo Civil) y a la Tercera (de lo Contencioso-Administrativo), en la gran mayoría de los casos.

confianza del 90%, rechazamos la dependencia directa del método de valoración respecto al motivo de valoración y el sector de actividad.

Tabla 4: Distribución de frecuencias

Panel A: Método de valoración elegido según SENTpre2007			
<u>SENTpre2007</u>	Métodos contables	Métodos financieros	Valor estadístico Chi-2 (p-valor)
AÑO ANTES O IGUAL A 2007	12 (60%)	8 (40%)	1.016 (0.313)
AÑO POSTERIOR A 2007	35 (47,3%)	39 (52,7%)	
Panel B: Método de valoración elegido según SENTpre2010			
<u>SENTpre2010</u>	Métodos contables	Métodos financieros	Valor estadístico Chi-2 (p-valor)
AÑO ANTES O IGUAL A 2010	14 (50%)	14 (50%)	0.000 (1.000)
AÑO POSTERIOR A 2010	33 (50%)	33 (50%)	
Panel C: Método de valoración elegido según TRIBUNAL			
	Métodos contables	Métodos financieros	Valor estadístico Chi-2 (p-valor)
TRIBUNAL PRIMERA INSTANCIA	2 (66,66%)	1 (33,33%)	8.18* (0.085)
TRIBUNAL AUDIENCIA PROVINCIAL	0 (0%)	5 (100%)	
TRIBUNAL AUDIENCIA NACIONAL	4 (80%)	1 (20%)	
TRIBUNAL SUPERIOR DE JUSTICIA	4 (80%)	1 (20%)	
TRIBUNAL SUPREMO	37 (50%)	33 (50%)	
Panel D: Método de valoración elegido según INSTANCIA			
	Métodos contables	Métodos financieros	Valor estadístico Chi-2 (p-valor)
RECURSO ORDINARIO	4 (50%)	4 (50%)	3.957* (0.1)
RECURSO APELACIÓN	4 (27.6%)	11 (73.33%)	
RECURSO CASACIÓN	39 (54.9%)	32 (45.1%)	
Panel F: Método de valoración elegido según GÉNERO DEL JUEZ			
	Métodos contables	Métodos financieros	Valor estadístico Chi-2 (p-valor)

JUEZ HOMBRE	44 (53%)	39 (47%)	2.574* (0.100)
JUEZ MUJER	3 (27.3%)	8 (72.7%)	

Panel G: Método de valoración elegido según MOTIVO DE VALORACIÓN

	Métodos contables	Métodos financieros	Valor estadístico Chi-2 (p-valor)
CONFLICTO LEGAL	13 (59.1%)	9 (40.9%)	1.299 (0.522)
OPORTUNIDAD DE MERCADO	22 (50%)	22 (50%)	
CAMBIOS ESTRUCTURALES INTERNOS	12 (42.9%)	16 (57.1%)	

Panel G: Método de valoración elegido según FORMA JURÍDICA

	Métodos contables	Métodos financieros	Valor estadístico Chi-2 (p-valor)
SOCIEDAD ANÓNIMA	31 (55.4%)	25 (44.6%)	2.599* (0.083)
SOCIEDAD LIMITADA	12 (37.5%)	20 (62.5%)	

Panel H: Método de valoración elegido según SECTOR DE ACTIVIDAD

	Métodos contables	Métodos financieros	Valor estadístico Chi-2 (p-valor)
SECTOR MINERO	1 (100%)	0 (0%)	5.983 (0.542)
SECTOR CONSTRUCCIÓN	12 (54.5%)	10 (45.5%)	
SECTOR MANUFACTURERO	9 (39.1%)	14 (60.9%)	
SECTOR DE TRANSPORTE, COMUNICACIÓN Y GAS	10 (71.4%)	4 (28.6%)	
SECTOR DE COMERCIO AL POR MENOR	3 (33.33%)	6 (66.66%)	
SECTOR DE FINANZAS Y SEGUROS	3 (42.9%)	4 (54.1%)	
SECTOR SERVICIOS	7 (50%)	7 (50%)	

3.4. Resultados

3.4.1. Factores sobre el proceso judicial

En la Tabla 5 se muestran los resultados de la estimación de la regresión logística binaria con la que evaluamos la asociación entre las variables explicativas relativas a factores vinculados con el proceso judicial y la variable dependiente de nuestro modelo (*MET_VALORACION*).

Tabla 5: Factores relativos al proceso judicial y método de valoración

	Variable dependiente: MET_VALORACION				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Constante	0.000 (1.000)	-0.085 (0.722)	-0.198 (0.407)	0.981 (0.147)	1.231 (0.251)
<u>Momento de la sentencia</u>					
SENTpre2007	-1.504 (0.108)				-2.382* (0.060)
SENTpre2010	1.099 (0.198)				2.000* (0.098)
<u>Tribunal que dicta la sentencia</u>					
TRIB_INSTANCIA1		2.043 (0,153)			-24.719 (0.999)
TRIB_AUDPROV		5.5281** (0.022)			17.543 (0.999)
TRIB_AUDNAC		0.927 (0.336)			-2.230 (0.199)
TRIB_SUPJUST		1.9901 (0.168)			-5.017** (0.004)
<u>Instancia</u>					
RECURSO_ORDIN			0.198 (0.791)		1.994 (0.258)
RECURSO_APEL			1.209* (0.055)		3.689* (0.062)
<u>Género juez</u>					
GRO_JUEZ				-1.101 (0.122)	-1.468 (0.165)
Número Obs.	94	94	94	94	94
Wald Chi2	2.989 (0.235)	12.587** (0.013)	4.088 (0.129)	2.660 (0.103)	24.893** (0.003)

En la columna (1) de la Tabla 5 se evalúa la asociación entre el momento en que se dicta la sentencia y el método de valoración elegido por el juez en la sentencia. Concretamente, se estudia la incidencia que presenta la entrada en vigor del Plan General Contable de 2007 y de la Ley de Sociedades de Capital de 2010 en la variable dependiente (*MET_VALORACION*). El coeficiente estimado para *SENTpre2007* es negativo y estadísticamente no significativo ($\beta = -1.504$; $p\text{-valor} > 0.1$). Tampoco resulta significativo el coeficiente estimado asociado a la *dummy* *SENTpre2010*. El modelo que incorpora simultáneamente estas dos *dummies* reporta igualmente ausencia de significación conjunta. Estos resultados sugieren que la dimensión temporal de la sentencia parece no ser un factor determinante en el tipo de método de valoración aplicado.

En la columna (2) de la misma tabla se estima la asociación entre los distintos Tribunales y el método de valoración. Es destacable el coeficiente estimado asociado a la variable *TRIB_AUDPROV* por resultar estadísticamente

significativo y con signo positivo ($\beta=5.5281$, $p\text{-valor}<0.05$). Esto nos indica que existe asociación entre las sentencias dictadas por la Audiencia Provincial y la elección del método de valoración por parte del juez: sentencias procedentes de ese Tribunal suelen ser más propensas a aplicar métodos financieros de valoración. Las variables del modelo (2) resultan además significativas conjuntamente, con $p\text{-valor}<0.05$ en el test de Wald (mostrado en la parte inferior de la tabla).

La columna (3) de la Tabla 4 revela un efecto significativo (a un nivel de significación estadística del 10%) de la variable *RECURSO_APEL* sobre el método de valoración ($\beta=1.209$, $p\text{-valor}<0.1$). El signo positivo de este coeficiente estimado indica que en los recursos de apelación es más probable recurrir a la aplicación de métodos financieros de valoración. Por su parte, la columna (4) sugiere que el género del juez no tiene un efecto significativo sobre la elección del método de valoración ($\beta=-1.101$, $p\text{-valor}>0.1$).

La columna (5) considera a la vez todas las variables independientes referidas al proceso judicial en el que se dicta la sentencia. Las variables de este modelo son estadísticamente significativas conjuntamente ($p\text{-valor}<0.05$ en el test de Wald), confirmando la bondad de ajuste del modelo global. Concretamente, el coeficiente estimado de *SENTpre2007* es negativo y estadísticamente significativo al 10% ($\beta=-2.382$, $p\text{-valor}<0.10$). Esto sugiere que en sentencias del año 2007 o anteriores era menos probable la utilización de métodos financieros. El coeficiente estimado para *SENTpre2010* es positivo y estadísticamente significativo ($p\text{-valor}<0.10$), lo cual indica que la probabilidad de que se emplee un método financiero aumenta si la sentencia es del año 2010 o de años anteriores. Dado los coeficientes de signos contrarios para cada una de estas dos variables *dummy* referentes a la dimensión temporal de la sentencia, se puede concluir que en el año 2007 puede haber habido un cambio de tendencia hacia un mayor predominio de los métodos financieros de valoración en los tribunales, lo cual podría atribuirse a la mayor importancia otorgada al criterio de valor razonable en el Plan General Contable actualmente en vigor; pero que parece revertir en 2010 tras la aprobación de la Ley de Sociedades de Capital, la cual descarga en un experto independiente la responsabilidad en la estimación de este valor razonable sin precisar un criterio

claro para determinarlo. Esta última circunstancia puede explicar el mayor recurso al valor contable como método de valoración por no requerir de parámetros afectados por la incertidumbre (ej. flujos de tesorería futuros) que sí exigen los modelos financieros.

Por su parte, el coeficiente asociado a *TRIB_SUPJUST* es negativo con un nivel de significación estadística del 5% ($\beta=-5.017$, $p\text{-valor}<0.05$), lo que sugiere que la propensión a aplicar un método financiero es menor si la sentencia es dictada por un Tribunal Superior de Justicia (manifestándose este Tribunal más proclive a la aplicación de métodos de valoración contables). Además, el coeficiente estimado de *RECURSO_APEL* es positivo y también significativo ($\beta=3.689$, $p\text{-valor}<0.10$). Esto nos indica que un recurso de apelación suele ser más probable que esté asociado a métodos financieros de valoración por parte del juez.

En su conjunto, estos resultados proporcionan evidencia empírica sobre el impacto de la implantación de nueva normativa en el campo de la valoración empresarial (en particular la aprobación del PGC y de la LSC actualmente vigentes), así como de la asociación existente entre la instancia (tipo de recurso) de la sentencia o el tipo de Tribunal y la metodología de valoración en la que el juez basa su fallo.

3.4.2. Factores relativos a la empresa valorada y el método de valoración

En la Tabla 6 evaluamos la asociación entre las variables explicativas relativas a factores vinculados con la empresa objeto de valoración y la variable dependiente de nuestro modelo (*MET_VALORACION*).

Tabla 6: Factores relativos a la empresa valorada y método de valoración

	Variable dependiente: MET_VALORACION			
	(1)	(2)	(3)	(4)
Constante	0.288 (0.451)	0.288 (0.400)	-0.118 (0.808)	0.347 (0.607)
<u>Motivo por el que se valora</u>				
MOTIVO_CONFLICT_LEG	-0.655 (0.257)			-0.602 (0.353)
MOTIVO_OPORT_MDO	0.288 (0.554)			-0.157 (0.761)
<u>Forma jurídica</u>				
FJ_SA		-0.470 (0.281)		-0.619 (0.215)
<u>Sector de actividad</u>				
SEC_MINERIA			-21.085 (1.000)	-20.948 (1.000)
SEC_CONSTRUCCION			0.022 (0.973)	-0.023 (0.973)
SEC_MANUFACTURAS			0.677 (0.303)	0.761 (0.265)
SEC_TRANSCOMGAS			-0.799 (0.297)	-0.592 (0.457)
SEC_COMMENOR			0.811 (0.345)	1.057 (0.236)
SEC_FINSEG			0.405 (0.654)	0.738 (0.437)
Número Obs.	94	90	90	90
Wald Chi2	1.305 (0.521)	1.172 (0.279)	6.958 (0.325)	9.489 (0.393)

En la columna (1) de la Tabla 6 el coeficiente estimado para *MOTIVO_CONFLICT_LEG* es negativo, pero no significativo estadísticamente ($\beta = -0.655$; $p\text{-valor} > 0.1$). Tampoco resulta significativo el coeficiente estimado asociado a la *dummy* *MOTIVO_OPORT_MDO*. El modelo que incorpora simultáneamente estas dos *dummies* reporta igualmente ausencia de significación conjunta. Estos resultados sugieren que la razón por la que se requiere valorar la empresa no es un factor que influya en el método de valoración elegido por el juez en la sentencia.

Un resultado similar se obtiene para la forma jurídica de la empresa a valorar (véase la columna (2) de la Tabla 6). De manera que la forma societaria tampoco juega un papel significativo en la elección del método de valoración aplicado judicialmente. La columna (3) aborda el impacto que provoca el sector de actividad en el que opera la empresa valorada en la variable dependiente. Los resultados revelan que este factor no tiene efecto significativo sobre el método de valoración elegido por el juez en la sentencia.

La columna (4) considera simultáneamente las variables descritas con anterioridad. Las variables de este modelo no contienen significación estadística conjuntamente (p-valor >0.10 en el test de Wald), en la línea con los resultados anteriormente obtenidos de forma individual. En general, los resultados de la Tabla 6 muestran que los factores relacionados con las características de la empresa valorada no tienen un efecto significativo en el método de valoración aplicado por el juez.

3.4.3. Modelo completo

La tabla 7 presenta nuestro modelo completo, incorporando simultáneamente tanto las variables referidas al proceso judicial como las referidas a la empresa objeto de valoración. Este modelo completo nos permite evaluar conjuntamente el efecto de factores exógenos sobre el método de valoración aplicado por el juez (*MET_VALORACION*).

Tabla 7: Modelo completo

	Variable dependiente: MET_VALORACION	
	(1)	(2)
Constante	2.005* (0.099)	2.500 (0.135)
<u>Momento de la sentencia</u>		
SENTpre2007	-2.870** (0.028)	-2.525* (0.071)
SENTpre2010	2.487** (0.046)	1.235* (0.100)
<u>Tribunal que dicta la sentencia</u>		
TRIB_INSTANCIA1	-25.214 (0.999)	-24.908 (0.999)
TRIB_AUDPROV	17.376 (0.999)	17.122 (0.999)
TRIB_AUDNAC	-2.157 (0.253)	1.792 (0.292)
TRIB_SUPJUST	-5.442** (0.037)	-5.381** (0.033)
<u>Instancia</u>		
RECURSO_ORDIN	1.996 (0.303)	1.195 (0.507)
RECURSO_APEL	3.798* (0.076)	3.964* (0.053)
<u>Género juez</u>		
GRO_JUEZ	-1.449 (0.195)	-1.525 (0.231)

<u>Motivo por el que se valora</u>		
MOTIVO_CONFLICT_LEG	-1.141 (0.115)	-1.235 (0.100)
MOTIVO_OPORT_MDO	-0.304 (0.609)	-0.227 (0.717)
<u>Forma jurídica</u>		
FJ_SA	-0,715 (0.198)	-0.866 (0.174)
<u>Sector de actividad</u>		
SEC_MINERIA		-20.490 (1.000)
SEC_CONSTRUCCION		-0.909 (0.325)
SEC_MANUFACTURAS		0.210 (0.805)
SEC_TRANSCOMGAS		-0.790 (0.392)
SEC_COMMENOR		0.570 (0.628)
SEC_FINSEG		-0.178 (0.877)
Número Obs.	90	90
Wald Chi2	29.214*** (0.004)	33.460** (0.015)

La columna (1) confirma significación estadística de todas las variables conjuntamente (p -valor <0.01 en el test de Wald), considerando que existe bondad de ajuste del modelo que incluye todas las variables independientes. Concretamente, el coeficiente estimado de *SENTpre2007* al 5% ($\beta=-2.870$, p -valor <0.05) resulta negativo y significativo. Esto sugiere que en sentencias del año 2007 o anteriores es menos probable que se utilicen métodos financieros. Lo contrario nos sugiere el coeficiente estimado para *SENTpre2010* que resulta positivo y estadísticamente significativo ($\beta=2.487$, p -valor <0.05), lo cual indica que aumenta la probabilidad de que se emplee un método financiero si la sentencia es del año 2010 o de años anteriores. Este resultado es robusto con la evidencia obtenida en el apartado 3.4.1 del presente trabajo, dedicado al estudio del modelo parcial que incluye únicamente las variables independientes referidas al proceso judicial que rodea a la sentencia.

Por su parte, el coeficiente asociado a *TRIB_SUPJUST* es negativo con un nivel de significación estadística del 5% ($\beta=-5.442$, p -valor <0.05); disminuyéndose la propensión a utilizar un método financiero si la sentencia es dictada por un Tribunal Superior de Justicia. Además, el coeficiente estimado de *RECURSO_APEL* es positivo y también significativo estadísticamente ($\beta=3.798$,

$p\text{-valor} < 0.10$). Esto nos indica que los recursos de apelación suelen ser más proclives a basarse en métodos financieros de valoración por el juez. De nuevo, estos resultados muestran la robustez de los obtenidos en apartados anteriores en los que se estimaba el modelo parcial, poniendo de manifiesto la conexión de la instancia (tipo de recurso) y Tribunal sobre la elección del método de valoración en el que sustenta el juez su fallo. A su vez se confirma que el motivo por el que se valora la empresa en la sentencia y su forma jurídica no ejercen ninguna influencia significativa, lo que apoya la hipótesis de que las variables relacionadas con el proceso judicial parecen tener un mayor peso en la elección del método de valoración en la jurisprudencia, que las características propias de la empresa objeto de valoración.

La columna (2) presenta los resultados de la estimación del modelo completo que incluye todas las variables independientes analizadas. Los valores y significación de los coeficientes se mantienen similares a los contenidos en la columna (1) y en tablas anteriores, aunque la bondad de ajuste empeora ligeramente al incluir las *dummies* del sector (el p -valor obtenido en el test de Wald es del 5% frente al 1% de la columna (1)).

3.4.4. Análisis de robustez

Con el fin de evaluar la robustez de nuestros resultados previos, en esta sección aplicamos un criterio alternativo de clasificación del método de valoración empleado por el juez en las sentencias. En concreto, distinguimos las cuatro categorías que se detallan en la Tabla y que definen la nueva variable dependiente categórica de método de valoración (*MET_VALORACION2*). Los valores de esta variable varían de 1 a 4, aumentando según la adecuación del modelo a los principios de valoración de las Economía Financiera. Debido al carácter categórico múltiple de la variable dependiente, la técnica de estimación utilizada será un logit ordenado (*ordered logit*).¹²

¹² El diseño de la regresión logit ordenado se apoya en la metodología de McCullagh (1980, 1998), basada en la minimización de las diferencias de la suma de los cuadrados entre una variable dependiente y una combinación ponderada de las variables independientes, estudiando cómo cambios en estas últimas afectan a la dependiente.

Tabla 8: Clasificación alternativa de métodos de valoración.

Valor asignado <i>MET_VALORACION2</i>	Tipología	Distribución porcentual	Número de observaciones
1	Valor contable	50%	47
2	Valor actual de renta (flujos de caja, beneficios) descontado a una tasa que no tiene en cuenta el riesgo	12.8%	12
3	Múltiplo de valor basado en una variable de "renta" con empresas comparables; Valor actual de una perpetuidad de término constante a tasa de descuento ajustada al riesgo (calculada con CAPM o con empresas comparables); Valor actual de una corriente de flujos de caja futuros (con estimación concreta para varios años), pero sin tener en cuenta la tasa de descuento ajustada al riesgo	30.9%	29
4	Valor actual de una corriente de flujos de caja futuros (con estimación concreta para varios años) con tasa de descuento ajustada al riesgo	6.4%	6

La Tabla 9 muestra los resultados del análisis de robustez utilizando la nueva variable dependiente. La columna (1) corresponde al modelo que incluye solo los factores judiciales, la columna (2) engloba los factores relacionados con características de la empresa objeto de valoración y, por último, la columna (3) ilustra la regresión con el modelo completo.

Tabla 9: Análisis de robustez con cuatro categorías de métodos de valoración

	Variable dependiente: <i>MET_VALORACION2</i>		
	(1)	(2)	(3)
<u>Momento de la sentencia</u>			
SENTpre2007	-1.687* (0.055)		-1.559 (0.120)
SENTpre2010	1.006 (0.197)		1.039 (0.265)
<u>Tribunal que dicta la sentencia</u>			
TRIB_INSTANCIA1	-22.271 (1.000)		-22.222 (0.998)
TRIB_AUDPROV	0.107 (0.935)		0.253 (0.855)

TRIB_AUDNAC	-1.709 (0.104)		-1.665 (0.132)
TRIB_SUPJUST	-3.470** (0.022)		-3.563** (0.027)
<u>Instancia</u>			
RECURSO_ORDIN	1.219 (0.299)		1.035 (0.406)
RECURSO_APEL	2.118** (0.042)		2.250** (0.038)
<u>Género juez</u>			
GRO_JUEZ	-1.104 (0.140)		-0.924 (0.266)
<u>Motivo por el que se valora</u>			
MOTIVO_CONFLICT_LEG		-0.671 (0.262)	-1.008 (0.117)
MOTIVO_OPORT_MDO		-0.573 (0.228)	-0.749 (0.155)
<u>Forma jurídica</u>			
FJ_SA		-0.397 (0.385)	-0.281 (0.614)
<u>Sector de actividad</u>			
SEC_MINERIA		-18.863 (1.000)	-18.356 (1.000)
SEC_CONSTRUCCION		0.028 (0.965)	-0.267 (0.724)
SEC_MANUFACTURAS		0.319 (0.612)	-0.088 (0.905)
SEC_TRANSCOMGAS		-0.736 (0.340)	-0.928 (0.269)
SEC_COMMENOR		1.862** (0.025)	1.591 (0.103)
SEC_FINSEG		0.787 (0.371)	0.160 (0.873)
Número Obs.	94	90	90
Wald Chi2	23.569*** (0.005)	13.044 (0.161)	35.716*** (0.008)

Según se observa en la Tabla 9, el test de Wald apoya la significación conjunta de las variables (p -valor <0.01) tanto en el primero de los modelos planteados (con los factores judiciales), como en el último (modelo completo). Esto va en consonancia con nuestros resultados previos que revelaban que los factores relativos al proceso judicial son los que influyen en mayor medida en el método de valoración elegido por el juez en la sentencia, en detrimento de las características de la empresa objeto de valoración. La significación individual de las variables también corrobora los resultados previos. La variable *SENTpre2007* vuelve a mostrar un signo negativo y estadísticamente significativo al 10% cuando únicamente se tienen en cuenta los factores del proceso judicial (columna (1)). El coeficiente estimado de *RECURSO_APEL* es positivo y

significativo tanto en el modelo parcial (columna (1)) como en el modelo completo (columna (3)), en ambos a un nivel de significación del 5%. Ello sugiere que los recursos de apelación son más proclives a utilizar métodos teóricamente más precisos que los recursos interpuestos en instancias inferiores. Además, el coeficiente negativo y significativo de *TRIB_SUPJUST* sugiere que la probabilidad de utilizar un método teóricamente más preciso se reduce si la sentencia es dictada por un Tribunal Superior de Justicia.

Los factores relacionados con las características de la empresa objeto de valoración tampoco muestran una influencia significativa en la nueva variable dependiente (*MET_VALORACION2*). Este resultado apoya que los factores relativos al proceso judicial son los más relevantes en la elección del método de valoración en las sentencias judiciales, siendo nuestros resultados robustos a diferentes especificaciones de la clasificación de métodos.

Nuestra evidencia empírica contrasta con la aportada en trabajos previos como Chen et al. (2010), que concluían que la valoración en los procesos judiciales en el contexto de EE.UU. depende de los atributos fundamentales de cada empresa. Esto sugiere que el contexto institucional en que los jueces desarrollan su actividad judicial podría ser también un factor relevante a considerar.

4. CONCLUSIONES Y REFLEXIONES FINALES

4.1. Conclusiones

A partir de la revisión de la literatura previa y de la recopilación y análisis de una muestra de sentencias españolas, este trabajo contribuye a profundizar en el estudio de la posible influencia de factores exógenos a los fundamentos de valoración sobre la elección del método de valoración que realiza el juez para emitir sentencia. La normativa española actualmente vigente no resulta clarificadora en lo referente a qué método de valoración resulta objetivamente más apropiado para dirimir cada uno de los conflictos judiciales. En consecuencia, las disputas asociadas a intereses contrapuestos de las partes implicadas en los procesos de valoración suelen culminar en litigios judiciales.

La investigación empírica de este trabajo se basa en una base de datos primarios de elaboración propia, construida a partir de la recopilación de sentencias españolas de los años 2001-2022. La estimación de un modelo de regresión logística binaria permite dilucidar el patrón de elección del método de valoración utilizado por los jueces. Nuestros resultados revelan que ciertos factores relacionados con el proceso judicial en el que se lleva a cabo una valoración condicionan esta elección. Concretamente, el momento temporal es determinante y, de hecho, todos los contrastes que hemos efectuado han mantenido que los jueces han empleado métodos financieros en mayor medida en las sentencias dictadas después del Plan General Contable de 2007, fijándose ese momento como un punto de inflexión en el que se manifiesta un claro cambio de tendencia jurisprudencial. Además, los Tribunales Superiores de Justicia se muestran más proclives a emplear métodos de valoración contables. Por el contrario, los recursos de apelación muestran mayor propensión y reflejo del empleo de métodos financieros.

Nuestros hallazgos complementan estudios previos como Chen *et al.* (2007; 2010) quienes investigan la susceptible incidencia de factores contextuales en la valoración jurisprudencial. No obstante, se reflejan ciertas discrepancias con lo manifestado por Chen *et al.* (2010) ya que, mientras en su investigación apuntaban que las características de la empresa objeto de valoración influían en el veredicto emitido por el juez, nuestros resultados en el contexto español apuntan hacia una mayor relevancia de los factores relacionados con el proceso judicial.

4.2. Implicaciones para la práctica, limitaciones y futuras líneas de investigación

Nuestra evidencia empírica representa un avance relevante en el estudio de la valoración de empresas en el terreno específico de la práctica judicial. Se ofrece una perspectiva novedosa acerca de la posible influencia de factores exógenos en el método de valoración por el que se decantan los jueces españoles en la resolución de este tipo de litigios. Este estudio supone un primer acercamiento a la materia en el contexto español, sugiriendo la existencia de

factores condicionantes que, de forma subyacente, moldean la práctica jurisprudencial observada.

Saastamoinen & Savolainen (2021) han demostrado que los conocimientos del juez y su experiencia anterior pueden influir en la valoración, si a esto le añadimos los resultados que hemos obtenido en este estudio, se puede deducir que, ante la falta de normativa legal concluyente, la jurisprudencia muestra tendencias que permiten obtener ciertas pistas acerca del posible veredicto del juez en un litigio de valoración.

Por último, cabe destacar algunas limitaciones de nuestro estudio que pueden abrir interesantes líneas de investigación futuras. En primer lugar, las sentencias escogidas pertenecen únicamente al contexto jurisprudencial español, país con un sistema jurídico continental, en contraposición con otros sistemas jurídicos, como el anglosajón, con distinta estructuración de los procesos e instituciones. En segundo lugar, el número de sentencias recopiladas y analizadas, aunque importante, es todavía reducido para obtener resultados más concluyentes. Por ejemplo, la presencia de jueces mujeres en los litigios de valoración empresarial analizados se reduce a 8 de un total de 94, lo que pone en relieve la posible existencia de sesgos de género en nuestro estudio, que podrían corregirse en futuras investigaciones con muestras de mayor tamaño o con la ampliación del ámbito de análisis a un contexto internacional.

Los resultados obtenidos de este estudio muestran el interés de dedicar mayores esfuerzos y recursos a mejorar las prácticas actuales en este terreno y plantean la necesidad de avanzar hacia un consenso fundamentado y racional que contribuya a disminuir los conflictos acerca del valor de las empresas. Concretamente, cabe señalar que nuestro análisis sugiere que, en ocasiones, no es la ciencia la que da la espalda a la sociedad, sino al contrario y que, es importante establecer los mecanismos adecuados para que la transferencia de conocimiento entre la investigación y la práctica sea continua y lo más inmediata posible.

También se vislumbran otras futuras líneas de investigación gracias al auge de los activos intangibles. De hecho, los modelos más recientes ya estudian el reto de la valoración de los activos digitales y criptoactivos. Su complejidad e

intangibilidad, junto con el revulsivo de derechos para sus propietarios, los convierten en firmes candidatos para llamar a la puerta del sistema judicial pronto, siendo una susceptible e interesante nueva línea de investigación.

5. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Aggarwal, R. (1993): "A brief overview of capital budgeting under uncertainty", en R. Aggarwal (ed.), *Capital Budgeting under Uncertainty*, Prentice Hall, pp. 9-41.

Alonso, S., Azofra, V. y Fuente, G. (2013): "Alternative Monte Carlo simulation models and the growth option with jumps". *Investment Management and Financial Innovations*, 10 (3), pp. 19-29.

Álvarez, R.D., García, K.I. y Borraez, A.F. (2006): "Las razones para valorar una empresa y los métodos empleados". *Semestre económico*, 9(18), pp. 59-83.

Alvite, M.L. (2004): "Evolución de las bases de datos jurídicas en España". *Anales de documentación*, 7, pp. 7-27.

Andrés, P., Fuente, G. y San Martín, P. (2012): "The CFO and capital budgeting practices in Spanish firms". *Universia Business Review*, 36, pp. 14-30.

Bhandari, A. y Golden, J. (2021): "CEO political preference and credit rankings". *Journal of Corporate Finance*, 68, pp. 1-24.

Beatty, R., Riffe, S. y Thompson, R. (2006): "An International Analysis of Historical and Forecast Earnings in Accounting-based Valuation Models". *Journal of Business Finance & Accounting*, 33, 1087-1109.

Brounen, D., de Jong, A. y Koedijk, K. (2004): "Corporate Finance in Europe: Confronting Theory with Practice". *Financial Management*, 33(4), pp. 71-110.

- Caballer, V. (1997): *Métodos de valoración de empresas*. Editorial Pirámide, Madrid.
- Cardona, X.A. y Tezna, M.A. (2015): *Manual de valoración de empresas*. Universidad ICESI, Colombia.
- Chen, F., Yee, K. y Yoo, Y.K. (2010): “Robustness of judicial decisions to valuation method innovation: An exploratory empirical study”. *Journal of Business, Finance & Accounting*, 37(9-10), pp. 1094-1114.
- Chen, F., Yee, K. y Yoo, Y.K. (2007): “Did Adoption of Forward-looking Valuation Methods Improve Valuation Accuracy in Shareholder Litigation?”. *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 22, pp. 573-598.
- Christensen, C.M. (2016): *The innovator’s dilemma: when new technologies cause great firms to fail*. Editorial Harvard Business Review Press, Harvard.
- Damodaran, A. (1997): *Corporate Finance, Study Guide and Problems Manual: Theory and Practice*. Editorial Willey.
- Damodaran, A. (2001): *The Dark Side of Valuation: Valuing Old Tech, New Tech, and New Economy Companies Financial*. Editorial Times Prentice Hall.
- Damodaran, A. (2002): *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of any Asset*. Editorial Wiley.
- Darío, R., García, K.I., Borraez, A.F. (2006): “Las razones para valorar una empresa y los métodos empleados”. *Semestre Económico*, 9(18), pp. 59-83.
- Fama, E.F. (2021): “Contract costs, stakeholder capitalism, and ESG”. *European Financial Management*, 27(2), pp. 189-195.
- Fernández, P. (2008): *Métodos de Valoración de empresas*. Universidad de Navarra.
- Fernández, P. (2004): *Valoración de empresas*. Editorial Gestión 2000, Barcelona.

- Fernández, P. (1999): *Introducción a la Valoración de Empresas por el Método de los múltiplos de compañías comparables*. Universidad de Navarra.
- Fernández, P. (1999): *Valoración de empresas*. Editorial Gestión 2000, Barcelona.
- Fernández, P. y Santomá, J. (1997): *Finanzas para Directivos, 3ª Parte. Valoración de empresas*. Universidad de Navarra.
- Field, A. (2017): *Discovering Statistics Using IBM SPSS Statistics*. Editorial SAGE Publications 5.
- Gompers, P.A., Gornall, W., Kaplan, S.N. (2020): “How do venture capitalists make decisions?”. *Journal of Financial Economics*, 135(1), pp. 169–190
- Gompers, P., Kaplan, S.N., Mukharlyamov, V. (2016): “What do private equity firms say they do?”. *Journal of Financial Economics*, 121 (3), pp. 449–476.
- Graham, J. R., Harvey, C. R. (2002): “How do CFOs make capital budgeting and capital structure decisions?”. *Journal of Applied Corporate Finance*, 15(1), pp. 8-23.
- Graham, J. R., Harvey, C. R. (2001): “The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field”. *Journal of Financial Economics*, 60(2-3), pp. 187–243.
- Henderson, R. (2020): *Reimagining Capitalism. How business can save the world*. Portfolio Penguin.
- Hertz, D.B. (1977): *Análisis del riesgo en inversión del capital fijo*. Editorial Deusto S.A.
- Kester, W.C. (1984). “Today’s options for tomorrow growth”. *Harvard Business Review* 62(2), pp. 153-160,
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Sheifer, A., Vishny, R. (1997): “Legal determinants of external finance”, *Journal of Finance*, 52(3), pp. 1131-1150.

- Le Clair, M. (1990): "Valuing the closely-held corporation: The validity and performance of established valuation procedures". *Accounting Horizons*, 4, pp. 31-42.
- López, J. (2011): "Valoración por múltiplos". *Revista empresa Global*, 1, pp. 45-48.
- Mors, M.L. (2010). "Innovation in a global consulting firm when the problem is too much diversity". *Strategic Management Journal*, 31(8), pp. 841-872.
- Raabe, W.A. y Whittenburg, G.E. (1998). "Is the Capital Asset Pricing Model Appropriate in Tax Litigation?". *WG&L Journals* 1, pp. (3), pp. 1-11.
- Rojo, A.A. y García, D. (2006): "La valoración de empresas en España: Un estudio empírico". *REFC-Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 132, pp. 913-934.
- Roux, F (2020). *Valoración de empresas*. Editorial Pirámide, Madrid.
- Saastamoinen, J., Savolainen, H. (2021): "Does a leopard change its spots? Auditors and lawyers as valuation experts for minority shareholders in the judicial appraisal of private firms". *Journal of Business Finance & Accounting*, 48(3-4), pp. 613-636.
- Saastamoinen, J., Savolainen, H. (2019): "Does the choice in valuation method matter in the judicial appraisal of private firms?". *Journal of Business Finance & Accounting*, 46(1-2), pp. 183-199.
- Valls, M.C. (2001). "Métodos clásicos de valoración de empresas". *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la empresa*, 7 (3), pp. 49-66.
- Vanstraelen, A., Schelleman, C. (2017): "Accounting Private companies: What do we know?". *Accounting and Business Research*, 47(5), pp. 565-584.
- Vazzano, V. (2022): "Métodos de valoración de empresas". Disponible en: <https://repositorio.uca.edu.ar/bitstream/123456789/5778/1/metodos-valoracion-empresas-vazzano.pdf> [último acceso 1 de mayo de 2022].

Woolley, S. (2009): *List of figures. In Sources of Value: A Practical Guide to the Art and Science of Valuation*. Editorial Cambridge University Press.

Yee, K. (2008): "Dueling experts, evidence production, and imperfect verification". *International Review of Law and Economics*, 28(4), pp. 246-255.

Yee, K. (2004): "Perspectives: Combining value estimates to increase accuracy". *Financial Analyst Journal*, 60(4), pp. 23-28.

PRINCIPALES SENTENCIAS

Sentencia Tribunal Supremo, Sala Tercera, de lo Contencioso-administrativo, Sentencia 1582/2020 de 23 de noviembre de 2020

Sentencia Audiencia Provincial de Madrid, Sentencia 16788/2017, de 13 de diciembre de 2017.

Sentencia Audiencia Provincial de Madrid, Sección 11^a, Sentencia 419/2017 de 13 de diciembre 2017, Rec. 784/2016

Sentencia Tribunal Supremo, Sala Primera, de lo Civil, Sentencia 320/2012, de 18 de mayo de 2012

Sentencia Tribunal Supremo, Sala Primera, de lo Civil, Sentencia 63/2011, de 28 de febrero de 2011

Sentencia Tribunal Supremo, Sala Tercera, de lo Contencioso-administrativo, Sentencia de 20 de enero de 2012, Rec. 46/2010

ANEXOS

ANEXO 1

Métodos de valoración de empresas

Según Fernández (2013), la valoración de una empresa es un ejercicio que requiere de unos pocos conocimientos técnicos y mucho sentido común. Una referencia inmediata sobre el valor de la empresa es la contenida en la contabilidad, aunque los estados financieros de las empresas reflejan principalmente la normativa contable vigente. En el caso de empresas cotizadas, el valor que se desprende de los libros contables rara vez coincide con su valor de mercado. Similar discrepancia entre valores contables y valores de mercado cabe colegir para las empresas no cotizadas cuando son objeto de intercambio. Estas disparidades cuestionan la supuesta utilidad de la información contable para medir el valor de las empresas para sus actuales y potenciales propietarios y justifican que uno de los principales objetivos de la Economía Financiera sea el desarrollo de modelos de valoración que permitan cuantificar mejor la utilidad reflejada en los precios acordados en el mercado.

Estos modelos financieros se erigen sobre fundamentos teóricos, como el valor temporal del dinero o la relación entre rentabilidad y riesgo, que han sido ampliamente contrastados con la evidencia que proporcionan los mercados de capital. Sin embargo, ni los modelos teóricamente más correctos y con mejores resultados empíricos puede considerarse que proporcionen una cifra que sea indiscutible, correcta y única. La razón está en la diferencia misma de valor y precio. El valor de un determinado negocio puede ser definido como una magnitud subjetiva y dependiente del concepto de utilidad que se adopta desde una posición jurídico-económica concreta, en un momento determinado. Con carácter habitual se manifiesta como el máximo precio que un comprador está dispuesto a pagar por un negocio o, como el mínimo al que está dispuesto a venderlo el enajenante.

Por su parte, el precio refleja el consenso alcanzado entre comprador y vendedor para ejecutar la transacción. El precio es una realidad mientras que el valor es una posibilidad, que depende de las expectativas, conocimientos y preferencias del sujeto valorador. Las implicaciones de la distinción

anteriormente mencionada son múltiples pues en el proceso valorador lo que se pretende es determinar un valor que sea justificable para un intercambio concreto en un momento determinado.

Los modelos de valoración pueden clasificarse atendiendo a diferentes criterios. Un criterio habitual es el que distingue, según la referencia temporal de las fuentes de valor consideradas, entre métodos estáticos y dinámicos. Los primeros utilizan como referencia para determinar el valor de la empresa los elementos registrados en su balance en determinado momento, mientras que los segundos consideran el futuro de la empresa y su capacidad para generar rendimientos a lo largo del tiempo.

Otro criterio frecuente es el que distingue entre métodos contables y financieros. En los primeros, el valor de la empresa se determina atendiendo esencialmente a principios contables (prudencia, devengo, ...), mientras que en los segundos el protagonismo corresponde a los principios financieros de valoración (valor temporal del dinero, relación rentabilidad-riesgo, ...). Dentro de estos segundos, se suele distinguir a su vez entre los modelos basados en el descuento de flujos de tesorería esperados y los múltiplos de valor basados en reglas de proporcionalidad y valores de mercado de empresas comparables.¹³

Otras posibles clasificaciones atienden al grado de sofisticación del modelo de valoración, yendo de modelos más simples (como el valor teórico contable o el múltiplo PER) a modelos más complejos (como el modelo LSM de opciones reales¹⁴) o de menor a mayor utilización en la práctica.

La Tabla A.1 resume las características básicas de los principales modelos contables de valoración. Los métodos contables determinan el valor de la empresa a partir de su patrimonio. De acuerdo con Fernández (2002), “*estos métodos buscan determinar el valor de la empresa por medio de **la estimación***”

¹³ Los métodos estáticos suelen corresponderse con los modelos contables y los métodos dinámicos con los modelos financieros, aunque existen excepciones. Por ejemplo, los múltiplos de valor (modelos financieros) incluyen modelos estáticos, como el basado en la ratio de valor de mercado a valor contable (en inglés, *market-to-book ratio*), y modelos dinámicos, como el basado en la ratio precio a ganancia (en inglés, *price earning ratio*, más conocido por su acrónimo: PER).

¹⁴ Véase Alonso, Azofra y Fuente (2013).

de su patrimonio”. El modelo contable más básico es el que identifica el valor de la empresa con la diferencia entre el valor de los activos y el de los pasivos, calculados según los principios los principios del Plan General Contable (Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre) y, por tanto, según su coste histórico neto de amortizaciones. Una variante de este modelo consiste en corregir los valores contables de los bienes y derechos para ajustarlos a sus valores de mercado (AECA, 1987). En este caso, el valor (contable ajustado) de la empresa se calcula como la suma de los valores de mercado de todos los bienes y derechos que conforman su activo, menos el valor de todas sus obligaciones y pasivos. El valor contable ajustado menos los gastos de liquidación define el valor de liquidación que se correspondería con el supuesto importe resultante de lo obtenido en la venta de sus bienes y pago de deudas y gastos de liquidación.

Frente al valor de liquidación, el valor sustancial de la empresa se define como el “valor real del conjunto de bienes de la empresa, considerando su estado de uso y utilidad, que son necesarios para el funcionamiento de la misma y el mantenimiento de su capacidad productiva” (Fernández, 2008). Este valor puede complementarse con la integración del fondo de comercio¹⁵ en los cálculos.

Tabla A. 1. Modelos contables de valoración de empresas

Denominación	Metodología	Cálculo	Inconvenientes
Valor contable	Estática	A partir del Patrimonio Neto de la empresa	Realización de estimaciones (amortizaciones, provisiones...)
Valor contable ajustado	Estática	Valores contables ajustados por precio en el mercado	
Valor de liquidación	Estática	Diferencia entre lo obtenido por la enajenación de los activos de la empresa, descontadas las deudas y gastos de liquidación.	Partidas valoradas en distintas unidades monetarias. No tiene en cuenta el futuro de la empresa
Valor sustancial	Estática	El valor de los activos se obtiene de manera conjunta, considerando su estado de uso y utilidad en el mantenimiento de su capacidad productiva	No se tiene en cuenta principios financieros

¹⁵ Fernández (2012) define el fondo de comercio como la diferencia entre el precio que se paga por una empresa y su valor contable. Estos modelos atribuyen el valor del fondo de comercio a los activos inmateriales de la empresa, no contabilizados en el activo de su balance

			como el valor del dinero en el tiempo
--	--	--	---------------------------------------

Dentro de los llamados modelos financieros, los más sencillos de utilizar, siempre que se disponga de información sobre el valor de mercado de empresas comparables, son los múltiplos de valor. La “valoración por múltiplos” se basa en la aplicación de relaciones de proporcionalidad (básicamente, “reglas de tres”) a partir una variable supuestamente determinante del valor de la empresa y los valores de mercado conocidos de empresas comparables. El acierto de este procedimiento depende de la comparabilidad entre empresas semejantes para la realización de una valoración relativa. (véase la tabla A.2.)

Tabla A. 2. Modelos de múltiplos de valor

Denominación	Cálculo	Inconvenientes
Múltiplos de beneficio¹⁶ (PER)	<p><i>VALOR (de las acciones) =</i></p> <p><i>PER medio empresas comparables</i></p> <p><i>* beneficio por acción esperado de la empresa a valorar</i></p> <p>Siendo,</p> $PER = \frac{\text{Precio}}{\text{Beneficio por acción esperado}}$	<p>Dificultad para encontrar variables comparables</p> <p>Excesiva simplificación de las fuentes de valor</p>
Market to book ratio¹⁷	<p><i>VALOR (de las acciones) =</i></p> <p><i>Ratio market to book medio empresas comprables *</i></p> <p><i>valor contable de la empresa a valorar</i></p> <p>Siendo,</p> $= \frac{\text{Ratio market to book}}{\text{Valor contable (valor en libros)}}$	<p>Resulta necesario realizar constantes actualizaciones</p> <p>La influencia del ciclo y de las ineficiencias del mercado pueden provocar inestabilidades</p>

¹⁶ Este mismo modelo se puede definir de la misma manera, con idéntico procedimiento de cálculo para las variables flujo de caja por acción y dividendo por acción.

¹⁷ Relación de valores de mercado de una empresa con valores contables de esa misma empresa.

Múltiplo de EBITDA (EV/EBITDA)	<p><i>VALOR (de la empresa)</i></p> <p>= <i>Ratio EBITDA medio de empresas comprables</i></p> <p>* <i>EBITDA espejado de la empresa a valorar</i></p> <p>Siendo,</p> $\text{Ratio EBITDA} = \frac{\text{Capitalización bursátil} + \text{deuda neta}}{\text{EBITDA}}$	<p>No considera el futuro crecimiento de la empresa</p>
---------------------------------------	---	---

Los modelos financieros de descuento de flujos de caja determinan el valor de la empresa a partir de la aplicación de los principios financieros a la cuantificación monetaria de su capacidad para generar rendimientos futuros. Según Fernández y Santomá (1997), “los métodos conceptualmente “correctos” son los basados en el descuento de flujos [pero, ...] los otros métodos, aunque son conceptualmente “incorrectos” se siguen utilizando con frecuencia”.

El principio financiero del valor temporal del dinero establece que una unidad monetaria presente vale más que esa misma unidad monetaria obtenida en el futuro. El principio financiero del valor del riesgo establece que una unidad monetaria con riesgo vale menos que la misma unidad monetaria obtenida con certeza. La consideración de ambos principios exige actualizar los flujos de caja futuros que se espera que genere la empresa a una tasa de descuento (T_d) que refleja el valor temporal del dinero y una prima por las distintas fuentes de riesgo de la empresa. Lo habitual es contemplar tanto el riesgo económico, como financiero y el riesgo de iliquidez.

Asumiendo una base temporal anual, la fórmula general de valoración viene dada por la siguiente expresión:

$$\text{Valor} = \frac{FC_1}{(1 + T_d)} + \frac{FC_2}{(1 + T_d)^2} + \frac{FC_3}{(1 + T_d)^3} + \dots + \frac{FC_n + VR}{(1 + T_d)^n}$$

Donde FC_1, FC_2, \dots, FC_n representan los flujos de caja que se espera genere la empresa en los años 1, 2, ..., n ; T_d es la tasa anual de descuento ajustada al riesgo, el término n designa la última fecha para la que es posible estimar el flujo de caja futuro y VR_n es el valor residual o terminal de la empresa en n .

Si la vida de la empresa termina en n , el valor residual se determina a partir de su valor de liquidación. Si la vida de la empresa continúa tras n , este valor suele determinarse a partir del último flujo de caja estimado, generalmente asumiendo que éste se mantiene constante de forma perpetua o crece a una tasa constante de forma perpetua. La Tabla A.3. resume los distintos modelos de descuento, según el tipo de flujo de caja y la correspondiente tasa de descuento.

Tabla A. 3. Modelos de descuento de flujos de caja

Denominación	Cálculo	Inconvenientes
Descuento del flujo de caja libre (free cash flow)	<i>El valor (de la empresa) se obtiene mediante la actualización de la corriente de flujos de caja libre esperados al WACC¹⁸ después de impuestos</i>	Incertidumbre sobre el futuro que dificulta la estimación y pronóstico de los <i>inputs</i> del modelo (flujo de caja, tasa de descuento, duración de la empresa, ...)
Descuento del flujo de caja de las acciones	<i>El valor (de las acciones) se obtiene mediante la actualización de la corriente de flujos de caja de las acciones a la tasa de rentabilidad exigida para las acciones</i>	No consideración de otras fuentes de valor diferentes de los flujos de tesorería y su riesgo (activos no monetarios como el conocimiento, la imagen de marca, etc. cuyo valor procede de la flexibilidad y las oportunidades de crecimiento que proporcionan) (Kester, 1984).
Dividendos descontados¹⁹	<i>El valor (de las acciones) se obtiene mediante la actualización de los dividendos a la tasa de retorno adecuada al riesgo de la corriente de dividendos</i>	
Descuento del flujo de caja del capital	<i>El valor (de la empresa) se obtiene mediante la actualización de la corriente de flujos de caja de capital actualizada al WACC antes de impuestos</i>	

¹⁸ WACC son las siglas referidas al coste **promedio ponderado del capital** calculado a partir de los costes de las distintas fuentes de financiación de la empresa y el peso relativo de cada una de ellas en el conjunto de capitales.

¹⁹ “Los **dividendos** son los pagos periódicos a los socios y constituyen el único flujo relevante para los socios... el valor es igual a los dividendos que pretendamos obtener...” (STC Audiencia Provincial de Madrid, 1678/2017).

ANEXO 2

VARIABLES DEL MODELO

Tabla A. 4. Definición de variables

Variable	Tipo	Definición	Acrónimo
Método de valoración aplicado por el juez en su sentencia	Dependiente	Método de valoración que adopta el juez al dictar su sentencia. Esta variable dicotómica toma valores comprendidos entre 0 y 1. Así, esta variable es igual a 0 si la sentencia utiliza métodos contables para valorar la empresas e igual a 1 si se basa en métodos financieros. Se toma como base que los métodos contables son menos complejos técnicamente que los financieros.	MET_VALORACIÓN
Factores relativos al proceso judicial			
<u>Momento de la sentencia</u>	Las variables <i>dummy</i> definidas en esta categoría toman como referencia los años 2007 y 2010, años en los que se aprobaron el Plan General contable (Real Decreto 1514/2007) y la Ley de Sociedades de Capital (Real Decreto Legislativo 1/2010), respectivamente.		
Anterior al año 2007	Explicativa	Variable dicotómica que es igual a 1 si la sentencia fue dictada en un año anterior o igual al 2007, 0 en caso contrario.	SENTpre2007
Anterior al año 2010	Explicativa	Variable dicotómica que es igual a 1 si la sentencia fue dictada en un año anterior o igual al 2010, 0 en caso contrario.	SENTpre2010
<u>Tribunal que dicta la sentencia</u>	El conjunto de variables <i>dummy</i> definidas en esta categoría identifican cinco tipos diferentes de órganos judiciales: Primera Instancia, Audiencia Provincial, Audiencia Nacional, Tribunal Superior de Justicia y Tribunal Supremo.		
Primera instancia	Explicativa	Variable dicotómica que toma valor igual a 1 si la sentencia se dicta en Primera Instancia, 0 en caso contrario.	TRIB_INSTANCIA1
Audiencia Provincial	Explicativa	Variable dicotómica que toma valor igual a 1 si la sentencia la dicta la Audiencia Provincial, 0 en caso contrario.	TRIB_AUDPROV
Audiencia Nacional	Explicativa	Variable dicotómica que toma valor igual a 1 si la sentencia la dicta la Audiencia Nacional, 0 en caso contrario.	TRIB_AUDNAC
Tribunal Superior de Justicia	Explicativa	Variable dicotómica que toma valor igual a 1 si la sentencia la dicta el Tribunal Superior de Justicia, 0 en caso contrario.	TRIB_SUPJUST
<u>Instancia</u>	El conjunto de variables <i>dummy</i> definidas en esta categoría identifican los tres grados o niveles judiciales en los que la sentencia se dicta que son: Recurso Ordinario, Recurso de Apelación y Recurso de Casación.		
Recurso Ordinario	Explicativa	Variable dicotómica que toma valor igual a 1 si la sentencia es fruto de un Recurso Ordinario, 0 en caso contrario	RECURSO_ORDIN
Recurso Apelación	Explicativa	Variable dicotómica que toma valor igual a 1 si la sentencia es	RECURSO_APEL

		fruto de un Recurso de Apelación, 0 en caso contrario	
Género del juez			
Género	Explicativa	Variable dicotómica que toma valor igual a 1 si la sentencia es dictada por un juez hombre, y 0 si la sentencia es dictada por un juez mujer.	GRO_JUEZ
Factores relativos a la empresa objeto de valoración			
<u>Motivo por el que se valora la empresa</u>	El conjunto de variables <i>dummy</i> definidas en esta categoría identifican tres posibles motivos que hacen necesaria la valoración de la empresa: conflictos legales, oportunidades de mercado y cambios estructurales internos.		
Conflictos legales	Explicativa	Variable dicotómica que toma valor igual a 1 si la razón de valoración es un conflicto legal, 0 en caso contrario	MOTIVO_CONFLICT_LEG
Oportunidades de mercado	Explicativa	Variable dicotómica que toma valor igual a 1 si la razón de valoración es una oportunidad de mercado, 0 en caso contrario	MOTIVO_OPORT_MDO
<u>Forma Jurídica de la empresa a valorar</u>	El conjunto de variables <i>dummy</i> definidas en esta categoría identifican la forma jurídica de la sociedad objeto de valoración. Nuestra muestra incluye únicamente sociedades anónimas y sociedades limitadas, por lo que únicamente definimos una variable <i>dummy</i>.		
Sociedad Anónima	Explicativa	Variable dicotómica que toma valor igual a 1 si la empresa es una Sociedad Anónima, 0 en caso contrario.	FJ_SA.
<u>Sector de actividad en el que opera la empresa a valorar</u>	El conjunto de variables <i>dummy</i> definidas en esta categoría identifican el sector de actividad en el que opera la empresa objeto de valoración: minería, construcción, manufacturero, transporte y comunicación, comercio al por menor, finanzas y seguros, y servicios. Esta clasificación de industrias está basada en la división de sectores proporcionada por el gobierno de EEUU. (https://www.osha.gov/data/sic-manual)		
Sector minero	Explicativa	Variable dicotómica que toma valor igual a 1 si la empresa pertenece al sector minero, 0 en caso contrario.	SEC_MINERÍA
Sector de la construcción	Explicativa	Variable dicotómica que toma valor igual a 1 si la empresa pertenece al sector de la construcción, 0 en caso contrario.	SEC_CONSTRUCCIÓN
Sector manufacturero	Explicativa	Variable dicotómica que toma valor igual a 1 si la empresa pertenece al sector manufacturero, 0 en caso contrario.	SEC_MANUFACTURAS
Sector de transporte, comunicación y gas	Explicativa	Variable dicotómica que toma valor igual a 1 si la empresa pertenece al sector de transporte, comunicación y gas, 0 en caso contrario.	SEC_TRANSCOMGAS
Sector de comercio al por menor	Explicativa	Variable dicotómica que toma valor igual a 1 si la empresa pertenece al sector de comercio al por menor, 0 en caso contrario.	SEC_COMMENOR
Sector de finanzas y seguros.	Explicativa	Variable dicotómica que toma valor igual a 1 si la empresa pertenece al sector de finanzas y seguros, 0 en caso contrario.	SEC_FINSEG