



**UNIVERSIDADE DA CORUÑA**

**Cuestiones básicas y metodología en  
el proceso de fusiones y  
adquisiciones**

**Facultad de Economía y Empresa  
Tesis Máster de Banca y Finanzas 2014**

**Autor: Miguel Santeiro García**

**Tutor: Antonio Grandío Dopico**

Don Antonio Grandío Dopico, profesor de la Facultad de Economía y Empresa de la Universidad de A Coruña

AUTORIZA

en calidad de Director de la Máster-Tesis realizada por MIGUEL SANTEIRO GARCÍA y titulada “CUESTIONES BÁSICAS Y METODOLOGÍA EN EL PROCESO DE FUSIONES Y ADQUISICIONES” la presentación y defensa de la misma.

A Coruña,                      de    de 2014

Fdo. Antonio Grandío Dopico

## ÍNDICE

	<b>Página</b>
<b>INTRODUCCIÓN</b>	7
<b>BLOQUE 1 MARCO TEÓRICO: FUSIONES Y ADQUISICIONES</b>	11
1.1. Concepto de adquisiciones	11
1.2. Concepto de fusión	12
1.3. Tipos de adquisición	13
1.3.1. Adquisición por fusión	13
1.3.2. Adquisición de acciones y OPA	13
1.3.3. Adquisición de activos	14
1.3.4. Compañía tenedora o holding	15
1.4. Tipos de fusión	16
1.4.1. Fusión vertical	16
1.4.2. Fusión horizontal	16
1.4.3. Fusión conglomerada	16
1.4.4. Fusión por integración o creación	17
1.4.5. Fusión por incorporación o absorción	17
1.5. Principales motivos para llevar a cabo fusiones y adquisiciones	18
1.5.1. Integración horizontal y sinergia operativa	18
1.5.2. Economías de integración vertical	19
1.5.3. Eliminación de una gestión ineficiente	19
1.5.4. Ventajas fiscales no aprovechadas	20
1.5.5. Las fusiones como empleo de fondos excedentes	21
1.5.6. Combinación de recursos complementarios	21

1.5.7. Otras razones discutibles	21
1.6. Ventajas y limitaciones de las fusiones y adquisiciones	24
1.6.1. Ventajas	24
1.6.2. Limitaciones	25
1.7. Modelos utilizados en los procesos de fusión y adquisición de empresas	26
1.7.1. Modelo racionalista de las adquisiciones	26
1.7.2. Modelo del explorador o rueda de la fortuna	27
1.7.3. Modelo de McCann y Gilkey	29
1.8. ¿Por qué fracasan las fusiones?	35
<b>BLOQUE 2 MÉTODOS DE VALORACIÓN DE EMPRESAS</b>	<b>38</b>
2.1. Conceptos básicos	38
2.1.1. Precio y valor	38
2.1.2. Valor económico	38
2.1.3. Valor de capital y valor de la empresa	39
2.2. Métodos basados en el balance (valor patrimonial)	40
2.2.1. Valor contable	40
2.2.2. Valor contable ajustado	41
2.2.3. Valor de liquidación	42
2.2.4. Valor sustancial	42
2.3. Métodos basados en múltiplos (valoración por múltiplos)	43
2.3.1. Valor de los beneficios (PER)	44
2.3.2. Precio/Valor contable	44
2.3.3. Precio/Ventas	44

2.3.4. Precio/Cash Flow	45
2.3.5. Valor empresa/EBITDA	45
2.3.6. Valor empresa/Ventas	45
2.3.7. Múltiplos de cotización & múltiplos de transacción	46
2.4. Métodos basados en el descuento de flujos de caja	50
2.4.1. Flujo de fondos libre (free cash flow)	51
2.4.2. Flujo de caja de los accionistas	54
2.4.3. Capital cash flow	56
<b>BLOQUE 3 UN POSIBLE CASO PRÁCTICO: FUSIÓN DE DOS ENTIDADES FINANCIERAS</b>	<b>57</b>
3.1. Introducción	57
3.2. Experiencias de procesos similares	58
3.3. Procedimiento	60
3.3.1. Planificación	60
3.3.2. Preparación	61
3.3.3. Implantación	61
3.4. Planificación de la fusión	62
3.4.1. Objetivos y conveniencia	62
3.4.2. Actividades de análisis	63
3.4.3. Ejemplo de análisis de fusiones en el sector asegurador	64
<b>BLOQUE 4 UNA ALTERNATIVA PARA LA MEDIANA EMPRESA GALLEGA: EL MERCADO ALTERNATIVO BURSÁTIL (MAB) Y LA EXPERIENCIA DE ALTIA</b>	<b>65</b>
4.1. El mercado alternativo bursátil (MAB)	65

4.2. Acceso al MAB	67
4.3. Funcionamiento	68
4.4. Motivos por los cuales las empresas deciden formar parte del MAB	68
4.4.1. Prestigio y marca	69
4.4.2. Financiación de la empresa	69
4.4.3. Valoración objetiva de la empresa	70
4.4.4. Liquidez para los accionistas	70
4.5. Ejemplo: Altia	71
4.5.1. Descripción de la empresa	71
4.5.2. Razones por las que Altia decide entrar en el MAB	73
4.5.3. Información relativa a las acciones	74
4.5.4. Características y derechos de las acciones	76
4.5.5. Previsiones estatutarias requeridas por la regulación del MAB.	
Requisitos para la exclusión de negociación en el MAB y cambios en el control de la sociedad	78
4.5.6. El proveedor de liquidez	80
4.5.7. Informe de valoración de la empresa	81
<b>CONSIDERACIONES FINALES Y CONCLUSIONES</b>	83
<b>BIBLIOGRAFÍA</b>	85

## **Abstract**

The aim of this paper is to analyze the causes of the processes of acquisitions and mergers. At the same time describes the tools to be used for the success of these operations and examples that facilitate the understanding of the above described theoretically.

Given the complications currently own businesses to access bank credit, the Alternative Investment Market is proposed as a possible alternative, and the steps taken by the company Altia to access this market are explained.

## **Resumen**

El objetivo de este trabajo es analizar las causas que generan los procesos de adquisiciones y fusiones. Al mismo tiempo se describen las herramientas que deben utilizarse para el buen fin de este tipo de operaciones, así como ejemplos que facilitan la comprensión de lo expuesto teóricamente.

Dadas las complicaciones que poseen actualmente las empresas para poder acceder al crédito bancario, se propone el Mercado Alternativo Bursátil como una posible alternativa, y se explican los pasos seguidos por la empresa Altia para poder acceder a este mercado.

## **Introducción**

En el mundo actual y, fundamentalmente, antes de producirse la crisis que nos afecta, se han desarrollado innumerables procesos de adquisiciones de empresas. Muchas de ellas han tenido como protagonistas a los grandes fondos de capital riesgo (Cortefiel, R...). Otras, de menor importancia, pero que tienen especial interés han tenido su desarrollo en Galicia. En estos casos hubo movimientos corporativos en la distribución comercial (adquisición de Supermercados Claudio por Gadisa, participación de 3i en Rodman...).

Además de los procesos descritos, se produjeron importantes operaciones de salidas a bolsa, que tienen su componente de adquisición por inversores particulares o institucionales mediante la correspondiente OPV (Operación pública de venta). Por razones de extensión del trabajo propuesto, no se incorporan este tipo de operaciones.

No obstante a lo anterior, me parece de suma importancia hacer referencia al mercado alternativo bursátil, porque supone una oportunidad para la mediana empresa en un momento en que la oferta de crédito está muy restringida.

Galicia ha sido especialmente activa en este tipo de operaciones (Altia, Commcenter, Lumar...).

Son múltiples los motivos por los que pueden llevarse a cabo procesos de fusión y adquisición de empresas.

A pesar de que estas razones serán analizadas en mayor profundidad a lo largo del trabajo, a modo introductorio, una breve clasificación de estas podría ser la siguiente<sup>1</sup>:

En un primer grupo tendríamos cuestiones relacionadas con la propiedad de la empresa y su valor.

Habría que ver si existe un posible plan de sucesión, fuentes alternativas de ingresos, analizar si la inversión a corto plazo puede ser viable, ver cual es la rentabilidad actual de la empresa, estudiar si la marca de la empresa es sólida o ver en que posición se encuentra respecto a los competidores.

Por otro lado, también es muy importante tener en cuenta el entorno competitivo, es decir, canales de distribución, clientes, proveedores, competidores...

En función de estas variables, ver si la empresa puede tener acceso a nuevos canales de distribución, la dependencia con determinados clientes y proveedores, determinar cual es el nivel tecnológico de la empresa y ver hasta que punto son necesarias las nuevas tecnologías, valorar si el tamaño de mi empresa es suficiente para competir con otras empresas del mismo sector en el largo plazo...

Por último, a la hora de valorar una posible fusión o adquisición empresarial, también es de gran relevancia tener presente cuestiones relacionadas con la regulación existente, la interacción con otras industrias o posibles limitaciones para la venta.

---

<sup>1</sup> Nueno, P. y Tápies, J. 2007. Revista de Antiguos Alumnos. IESE. Enero – Marzo

Una vez dicho esto, la línea argumental de esta tesis se podría resumir brevemente en los siguientes puntos: las diferentes posibilidades de unión que poseen las empresas, las razones que las impulsan a ello y la metodología utilizada para que estas operaciones puedan llegar a un buen fin.

En el primer bloque, se intenta explicar desde un punto de vista teórico, en que consisten las operaciones de fusión y adquisición de las empresas, las diferentes variables que pueden tener cada una de estas operaciones, y las razones que pueden llevar a las compañías a involucrarse en ellas.

A pesar de que cada operación suele ser única, con unas características y unas circunstancias determinadas, debido a la estructura y estrategia empresarial de cada una de las empresas que participan en el proceso, todas estas operaciones parten de un marco teórico.

Por esta razón, se ha incluido dentro de este marco, una comparación entre tres modelos comúnmente utilizados en los procesos de fusión y adquisición de empresas.

En un segundo bloque, se explican los diferentes métodos de valoración utilizados para determinar el valor de una empresa.

Estos los hemos dividido en tres grupos: métodos basados en el patrimonio, métodos basados en múltiplos y métodos basados en el descuento de flujos de caja.

En la parte inicial de este bloque se citan una serie de conceptos básicos, pero necesarios para poder entender las distintas metodologías de valoración, para posteriormente explicar cada uno de los métodos tanto desde el punto de vista teórico como práctico.

Para dar un mayor enfoque práctico al trabajo, en el tercer bloque se concreta como sería un proceso de fusión entre dos entidades financieras, diferenciando las distintas variables que habría que tener en cuenta y explicando los posibles pasos a seguir.

Por último, por los motivos mencionados anteriormente, se incluye un amplio apartado, donde se explican las características y funcionamiento del MAB, así como las razones que pueden llevar a las empresas a formar parte de él.

Para que la explicación del funcionamiento de este mercado no quede reflejado solamente desde el punto de vista teórico, se explican los pasos que tuvo que llevar a cabo la empresa Altia, para poder formar parte de este mercado.

## **BLOQUE 1 - Marco teórico: fusiones y adquisiciones**

Desde el nacimiento de las empresas, tanto las fusiones como las adquisiciones empresariales han sido una práctica muy común, especialmente durante el siglo XX.

Los principales motivos por los que se llevan a cabo, van a girar siempre entorno al principal objetivo de toda decisión empresarial que es *la maximización del valor de la empresa*.

A partir de este punto será cuando se podrá determinar si la operación tiene una motivación adecuada o si será un éxito o un fracaso.

Los dos conceptos principales sobre los que va girar el trabajo son los siguientes:

### **1.1. Concepto de adquisición**

Es el proceso realizado por una compañía cuando toma el control operacional de otra, bien a través de la compra directa, o bien mediante la acumulación de acciones suficientes para conseguir dicho fin, sin realizar la fusión de sus patrimonios.

Se considerará que una adquisición se ha concretado en el momento en que una compañía tenga suficiente control sobre la otra.

En función de las condiciones impuestas en las operaciones de adquisición, estas podrán ser:

- Amistosa: Cuando la oferta inicial es aceptada
- Contestada: Cuando hay más de una oferta a tener en cuenta.
- Hostil: Cuando se obtiene el control de la otra compañía, sin tener el apoyo de su administración ni del Consejo Directivo.

Además la oferta de compra podrá ser pública, para todo el mercado (OPA); o privada, cuando solo es ofrecida a un grupo privado de accionistas.

## 1.2. Concepto de fusión

Es una operación utilizada para unificar inversiones y criterios comerciales de dos compañías de una misma rama o de objetivos similares.

Esta va suponer la absorción de una sociedad por otra, con la desaparición de una de ellas, y la aportación de los bienes de ésta a la otra compañía (fusión por absorción); o bien mediante la creación de una nueva sociedad, que absorba a dos o más sociedades ya existentes, lo que supondrá el acuerdo de dos o más empresas jurídicamente independientes, en el cual se comprometen a juntar sus patrimonios y formar una nueva sociedad.

La directiva creada por el Consejo de ministros de la Comunidad Económica Europea, define la fusión como *“la operación por la cual una sociedad transfiere a otra, seguida de una disolución sin liquidación, el conjunto de su patrimonio, activo y pasivo, mediante la atribución a los accionistas de la (s) sociedad (es) absorbida (s), de acciones de la sociedad absorbente”*.

Dado que el objetivo principal de estas dos operaciones es la creación de valor, la metodología para medirlas será el análisis de los proyectos de inversión.

Teniendo en cuenta esto, será una buena decisión financiera el adquirir una empresa cuyo precio de compra sea inferior al valor actual de los flujos de caja que se espera que ésta produzca cuando esté en posesión de los compradores; y una mala decisión en caso contrario.

Tanto las fusiones como las absorciones son una buena idea cuando el valor de mercado de la empresa conjunta es mayor que el de las dos empresas por separado.

Si esto se produce, nos encontraremos ante un efecto sinérgico, entendiendo por sinergia positiva cuando el todo es mayor que la suma de las partes y negativa en caso contrario.

### **1.3. Tipos de adquisición**

Normalmente las fusiones y las adquisiciones se llevan a cabo de manera amistosa, contactando con el equipo directivo de la empresa que se desea adquirir, y una vez que las dos directivas se ponen de acuerdo, el trato se someterá a aprobación por parte de los accionistas de las dos empresas, decidiendo en la Junta General si se rechaza o si se aprueba dicho acuerdo.

Pero esto no siempre ocurre de la misma manera, por lo que se pueden diferenciar distintas operaciones de adquisición:

#### **1.3.1. Adquisición por fusión**

Los activos y los pasivos de la compañía vendedora pasan a formar parte de la compañía compradora (los absorbe), desapareciendo así la entidad vendedora como independiente.

Mientras que se producirá una consolidación, cuando dos empresas se fusionan para crear una nueva.

En este caso, no se especifica quien es el comprador y quien el vendedor, lo que en ciertas circunstancias puede suponer una ventaja.

#### **1.3.2. Adquisición de acciones y OPA**

El comprador adquiere las acciones de la otra empresa, pagando con tesorería, acciones u otros títulos emitidos por el comprador.

Los accionistas de la empresa adquirida pueden ejercer su derecho a vender sus acciones si les interesa la oferta, o no venderlas en caso contrario. Y esta será la principal diferencia entre la fusión y la adquisición.

En la fusión, los directivos de las dos empresas alcanzan un acuerdo, sin que los accionistas puedan votar, aunque dicho acuerdo posteriormente tenga que ser confirmado por la Junta de Accionistas (normalmente nunca se rechaza).

Por el contrario, cuando lo que se lleva a cabo es una OPA (oferta pública de adquisición de acciones), lo que se está haciendo es un acuerdo entre la dirección de la empresa compradora y los accionistas de la empresa adquirida, de ahí la mayor capacidad de decisión por parte de los accionistas en este tipo de operaciones.

Otra gran diferencia sería que en el caso de las fusiones las empresas se mezclan, es decir, pueden desaparecer las dos y crear una nueva (fusión propiamente dicha), o bien desaparecer solamente la empresa adquirida (absorción).

En el caso de la OPA, lo que se busca es asegurar el control de la empresa adquirida, pero sin englobarla dentro de la empresa compradora.

Como se cita al inicio del trabajo, estas se pueden clasificar principalmente en dos tipos: amistosas y hostiles (en función de si la directiva de la empresa que se quiere adquirir está de acuerdo o no con la propuesta, respectivamente).

En los dos casos, la oferta se hará directamente a los accionistas de la empresa adquirida, sin contar con la opinión de sus directivos.

### **1.3.3. Adquisición de activos**

Consiste en comprar ciertos activos a la empresa vendedora (incluso pasivos), realizando el pago directamente a dicha empresa (no a sus accionistas), y el cual puede ser en forma de tesorería, acciones del comprador u otros títulos emitidos por este.

Por tanto, la empresa compradora solo adquiere determinados activos, y esto implica que no tenga que preocuparse de los accionistas minoritarios.

Teniendo esto en cuenta, la empresa vendedora puede seguir operando si siguen en su poder los activos necesarios para su explotación, y el dinero adquirido por la venta de activos puede repartirlo en forma de dividendos o bien destinarlo a nuevas inversiones.

Otro caso sería si la empresa vendedora se haya quedado prácticamente sin activos, en el cual, puede repartir el dinero adquirido entre sus accionistas, o bien, dedicarse a la adquisición de acciones de otras compañías, convirtiéndose en una sociedad de inversión financiera

#### 1.3.4. Compañía tenedora o holding

Esta es una alternativa a las fusiones y adquisiciones.

Consiste en adquirir un parte del capital de la empresa vendedora, actuando en este caso la empresa compradora como una compañía tenedora, y pudiendo esta última influir en las decisiones de la empresa comprada.

En este tipo de operaciones se distinguen dos tipos de empresas, que serían la empresa matriz (la tenedora), y las filiales (las compañías controladas parcial o totalmente).

Para poder conseguir el control, no sería necesario un accionariado superior al 51%, y algunas de las principales ventajas y desventajas de esta operación con respecto a las fusiones y adquisiciones serían las siguientes:

- Es mucho más barato que adquirir o fusionarse con otra empresa.
- No hay que pagar una prima de control<sup>2</sup> (a no ser que se traspase el umbral marcado por la ley, y sea necesario lanzar una OPA por un número de acciones superior al 51%).
- Según la legislación fiscal de cada país, los beneficios de las filiales pueden ser gravados hasta tres veces.

---

<sup>2</sup> Mide el sobreprecio que está dispuesto a pagar la empresa inversora por hacerse con el control de la sociedad adquirida.

## **1.4. Tipos de fusiones**

Según el Boletín B8<sup>3</sup>, las fusiones de las empresas se pueden clasificar de la siguiente manera, en función de su impacto económico:

### **1.4.1. Fusión vertical**

Consiste en la fusión con otra compañía para producir una materia prima o productos complementarios, que la acerquen más al consumidor final o proveedor, y obtener así una mayor potencialidad en la empresa y mayor competitividad, que aseguren la existencia y rentabilidad de las empresas fusionadas.

### **1.4.2. Fusión horizontal**

Esta la llevan a cabo compañías del mismo tipo de producto o servicio, que buscan beneficios comunes o fortalecerse en aspectos complementarios como: distribución de productos, economías de escala...

De esta forma conseguirán mayores logros comerciales, técnicos, mayor cuota de mercado y menores costes de producción, por lo que la empresa será más rentable y competitiva.

Normalmente, este tipo de fusiones la llevan a cabo empresas que tienen productos con demanda estacionaria<sup>4</sup> pero con ciclos complementarios.

### **1.4.3. Fusión conglomerada**

Es aquella en la que una compañía compra a otra empresa que perteneciente a un sector totalmente distinto al suyo.

Con este tipo de fusión, las empresas pueden que estén buscando: la extensión de productos, de negocios complementarios, extensión geográfica o de mercado.

---

<sup>3</sup> Estados financieros consolidados y combinados y valuación de inversiones permanentes en acciones.

<sup>4</sup> Es aquella que se lleva a cabo especialmente en determinadas épocas del año.

En función de la situación jurídica, las fusiones se clasificarían de la siguiente manera:

### **1.4.4. Por integración o creación**

Se produce cuando las dos empresas desaparecen, constituyendo una sociedad completamente nueva, la cual reconoce los activos y los pasivos de las antiguas compañías.

### **1.4.5. Por incorporación o absorción**

Al igual que en el caso anterior, se produce la desaparición de una o más empresas y la transferencia en bloque de sus patrimonios a una empresa, pero en este caso ya existente, que aumenta su capital y entrega las nuevas acciones a los accionistas de las sociedades extinguidas.

La elección entre una u otra forma de fusión depende de muchos factores, como pueden ser: el carácter cotizado de alguna de las sociedades, la estructura de las acciones, convenios colectivos, etc.

A pesar de ello, normalmente la fusión por integración se utiliza en situaciones en las cuales se unen dos empresas con similar poder económico; mientras que la fusión por absorción, lo normal es que la empresa absorbente tenga un tamaño mayor que la absorbida, ya que la sociedad absorbente es la que sobrevive, pasando los accionistas de la absorbida a incorporarse a la absorbente.

Un aspecto importante a tener en cuenta, será que en la fusión por creación se tiene que elegir un nuevo órgano de administración, mientras que en la absorción, el órgano de la absorbente pasa a administrar el patrimonio que perteneció a la absorbida.

## 1.5. Principales motivos para llevar a cabo fusiones o adquisiciones

Existen múltiples motivos económicos por los cuales se podrían llevar a cabo dichas operaciones.

Muchas veces, estas se realizan a partir de decisiones basadas en información inconsistente e incompleta; otros los motivos pueden ser conflictivos e incluso incompatibles.

Pero existen una serie de motivos que desde el punto de vista económico, aportan lógica a la hora de decidir una combinación de empresas.

Una vez analizadas las obras de diferentes autores, consideramos que los más relevantes son los siguientes<sup>5</sup>:

### 1.5.1. Integración horizontal<sup>6</sup> y sinergia operativa

Existen dos formas a través de las cuales se puede conseguir la sinergia operativa:

*El aumento de los ingresos (REO):* Se consigue mediante la creación de un nuevo producto o servicio, surgido de la fusión de dos empresas, y que genera un crecimiento de los ingresos a largo plazo.

Esta es difícil de cuantificar y de situar en los modelos de valoración.

*La reducción de los costes:* Este es el principal origen de las sinergias operativas a través de las fusiones.

Su realización se lleva a cabo gracias a las economías de escala<sup>7</sup>, obtenidas cuando el coste unitario medio desciende, al aumentar el volumen de producción.

Esto permite realizar inversiones a mayor escala, ya que se suprimen muchos gastos comunes de las sociedades implicadas<sup>8</sup>.

---

<sup>5</sup> Mascareñas, J. (2005). “Fusiones y adquisiciones de empresa”. McGraw-Hill. Madrid

<sup>6</sup> Fusiones y adquisiciones de empresas del mismo sector industrial o de negocios.

<sup>7</sup> Las ventajas en términos de costes que una empresa obtiene gracias a la expansión.

<sup>8</sup> Cuervo, A. (1999). “Razones para las fusiones y adquisiciones: factores organizativos y factores no explícitos como determinantes del éxito”. *Economistas* nº82, pág.22

### 1.5.2. Economías de integración vertical

Las fusiones verticales son llevadas a cabo por empresas que intentan crecer mediante la aproximación de sus productos al consumidor final, o acercándose a la fuente de materia prima utilizada. Según esta definición tendríamos dos tipos de integración vertical:

*Integración hacia delante:* Cuando una compañía que posee grandes reservas adquiere otra con gran capacidad de venta, buscando acercarse a sus clientes finales.

*Integración hacia atrás:* Busca asegurar y aumentar las reservas de materias primas disponibles.

Normalmente lo que se busca con un proceso de integración vertical, es reducir los costes contractuales y de transacción; es decir, cuando una empresa adquiere a un proveedor, esta obtendrá una ventaja sobre sus rivales, ya que se reducen los costes de sus productos, al no pagar el beneficio que antes le cargaba a sus proveedores.

### 1.5.3. Eliminación de una gestión ineficiente

Tanto las fusiones como las adquisiciones sirven para prevenir la caída de las empresas. Existen empresas cuyo valor de mercado podría aumentar si tuviesen una mejor gestión. Por tanto, otras empresas que tienen una mejor dirección, buscan adquirir este tipo de empresas, considerando que podrán mejorar sus operaciones recortando costes, aumentando sus beneficios o detener su caída y colocarla en la senda de la recuperación.

El problema es que los directivos de estas empresas en declive, ven este tipo de operaciones, especialmente las OPAS<sup>9</sup> hostiles, como una amenaza para ellos, por lo que intentarán hacer todo lo posible para evitar la adquisición.

---

<sup>9</sup> Se produce cuando una persona (*oferente*), pretende adquirir acciones (u otros valores que puedan dar derecho a suscripción o adquisición de éstas) de una sociedad (*sociedad afectada*), cuyo capital esté totalmente o en parte admitido a negociación en bolsa de valores, para de esta forma llegar a alcanzar, junto con la que ya se posea, en su caso, una participación significativa en el capital con derecho de voto de la sociedad. Será amistosa aquella que está aprobada por la cúpula directiva de la sociedad afectada, y hostil aquella que no goza de dicha aprobación.

Mientras que la empresa adquiriente deberá asegurarse de que la empresa que pretende comprar tiene un importante margen de mejora en sus rendimientos a través de una buena administración, ya que no todas las compañías deben sus malos rendimientos a una mala gestión<sup>10</sup>.

### 1.5.4. Ventajas fiscales no aprovechadas<sup>1112</sup>

Cuando se llevan a cabo sinergias de tipo fiscal, lo que se busca es reducir el pago de impuestos por parte de ambas compañías, ya que conjuntamente la carga fiscal será menor que por separado.

Las principales sinergias fiscales serían:

*Compensación de pérdidas:* Se produce cuando una empresa con pérdidas, y que puede trasladarlas tributariamente hacia el futuro, quiera adquirir compañías más rentables para utilizar ese traslado; o bien, una empresa rentable que quiera adquirir otra con pérdidas para reducir sus beneficios, y por tanto sus impuestos.

*Concesiones fiscales:* Beneficiarse de las concesiones fiscales que tenga la empresa que se quiere adquirir.

*Revalorización de activos depreciables:* La compra de empresas que tengan activos cuyo valor de mercado sea superior al contable, puede permitir a la empresa compradora amortizar el activo cogiendo como precio de adquisición el valor de mercado. La utilidad de esta ventaja vendrá determinada por la cuantía del impuesto que tiene que pagar la empresa adquirida.

---

<sup>10</sup> Parrino, L., College, B. y Harris, R.: "Takeovers, Management Replacement and Post-Acquisition Operating Performance: Evidence from the 1980s". *Journal of Applied Corporate Finance* 11, pág. 88-97

<sup>11</sup> Gilson, R., Scholes, M. y Wolfson, M.(1988): "Taxation and the Dynamics of Corporate Control: The Uncertain Case for Tax-Motivated Acquisitions" en Coffee, J., Lowenstein, L., y Ackerman, S.: *Knights, Raiders and Targets*. Oxford University Press, Nueva York, págs. 273-299

<sup>12</sup> Hayn, C.,: "Tax Attributes as determinants of Shareholder Gains in Corporate Acquisitions". *Journal of Financial Economics* 23 nº1, junio 1989, págs. 121-153

*Ahorros fiscales por ciclos complementarios:* Al fusionarse dos empresas con ciclos empresariales contrapuestos, se puede reducir el efecto impositivo sobre la nueva empresa.

### **1.5.5. Las fusiones como empleo de fondos excedentes**

Cuando una empresa produce muchos fondos, y no puede reinvertirlos de forma rentable en su propio negocio, si no quiere distribuirlos vía dividendos o vía recompra de acciones propias, puede utilizarlos para adquirir otras empresas, siempre que se cree valor para los accionistas.

### **1.5.6. Combinación de recursos complementarios**

Muchas empresas pequeñas son adquiridas por empresas más grandes, ya que las primeras pueden proporcionar elementos necesarios que las segundas no poseían, y que son necesarios para la nueva empresa resultante de la fusión.

También es posible que dos grandes compañías se fusionen por este motivo, aunque las ganancias de este tipo suelen ser mayores cuando se trata de una empresa grande y una pequeña.

Otro caso sería cuando la empresa grande tiene problemas para encontrar buenos directivos, y busca la adquisición de una empresa pequeña de su mismo ramo con un equipo directivo de calidad.

### **1.5.7. Otras razones discutibles<sup>13</sup>**

- *La diversificación del riesgo:* Cuando una empresa adquiere otra compañía con un negocio distinto del suyo, quiere decir que esta está diversificando sus operaciones, y por tanto reduciendo el riesgo económico de la empresa.

---

<sup>13</sup> Mascareñas, J.(1999): *Innovación financiera. Aplicaciones para la gestión empresarial*. McGraw-Hill. Madrid

Pero cuando las empresas intentan dar como motivo de la integración, la diversificación del riesgo, no tienen en cuenta que esta no genera riqueza adicional para los accionistas, y por tanto no tiene sentido económico.<sup>14</sup>

- *Motivaciones de los directivos*: Los directivos prefieren dirigir empresas grandes que pequeñas, ya que su recompensa está vinculada a la extensión de control que tengan (mayor número de empleados, mayor volumen de ventas, mayores presupuestos...).

Pero este es un objetivo de la dirección, que no tiene porque generar riqueza adicional (el aumento de tamaño no tiene porque suponer un aumento de la rentabilidad económica de la empresa).

- *Efecto sobre los beneficios por acción*: Uno de los principales objetivos de las organizaciones es intentar aumentar los beneficios por acción (BPA), ya que muchas fusiones son justificadas en base a este concepto.

Pero el efecto de los BPA, no va implicar que la fusión genere riqueza, porque este término no tiene en cuenta el valor de los flujos de caja esperados y ni el riesgo asociado.

- *Menores costes de financiación*: Puede ocurrir que las compañías busquen la fusión para obtener mayores facilidades crediticias que cuando operaban individualmente, es decir, que busquen una sinergia financiera (disminuye el riesgo financiero, lo que supone menos reticencias por parte de los prestamistas a la hora de suministrar recursos a la nueva empresa y eso hace que la capacidad de endeudamiento de la empresa sea mayor).

Pero a pesar de que los tipos de interés que tiene que pagar la nueva empresa son menores (disminuye el riesgo de insolvencia), no supone una ganancia adicional para los accionistas, ya que ahora pagan los intereses que marca el mercado en función del riesgo de la nueva compañía.<sup>15</sup>

---

<sup>14</sup> Suárez, Andrés (1999): *Decisiones Óptimas de Inversión y Financiación en la Empresa*. Pirámide. Madrid

<sup>15</sup> Higgins, R. y Schall, L. (1975): "Corporate Bankruptcy and Conglomerate Mergers". *Journal of Finances*, 30 de marzo, págs. 93-113

- *Crecimiento*: Si una empresa no es capaz de crecer a una tasa rápida por sí misma, puede que encuentre la tasa deseada de crecimiento a través de la adquisición de otra compañía.

Pero en este tipo de operaciones, lo que suele pasar es que se sustituya el objetivo de maximizar el valor de la empresa por el de crecimiento de las ventas, lo que no siempre tiene sentido económico.

- *Gangas*: Llevar a cabo adquisiciones para señalar que la empresa que se quiere comprar es una ganga.

Con ello lo que se busca es dar a entender al mercado que la empresa compradora posee información que el mercado no conoce o que este es ineficiente.

Pero esta adquisición en realidad lo que quiere decir es que la directiva de la empresa adquirida estaba llevando a cabo una gestión ineficiente de la compañía.

- *Razones personales*: Los dueños de una compañía bastante controlada, y que no cotiza en Bolsa, puede que quieran que su empresa sea comprada por otra que tenga un mercado establecido para sus acciones. De esta forma al fusionarse con una compañía en donde las acciones están en poder del público, proporciona a la empresa adquirida mejoras en su liquidez, diversificación de sus inversiones y posibilidades de vender sus acciones.

- *Crece para evitar un ataque hostil*: Adquirir empresas para aumentar su valor de mercado, y así provocar que para el comprador potencial hostil, sea más difícil conseguir el control de la empresa.

- *Movimiento defensivo*: Adquirir a un competidor para reducir la competencia.

- *Protagonismo de los directivos*: Dejan en un segundo plano el éxito o el fracaso de la operación, en favor del propio reconocimiento personal y prestigio.

## 1.6. Ventajas y limitaciones de las fusiones y adquisiciones

Como se explica en el apartado anterior, los motivos por los cuales las empresas deciden llevar a cabo las fusiones y las adquisiciones son muy variados; esto supone que se alcancen una serie de ventajas con estas operaciones, pero también surgen una serie de limitaciones. Según Néboa Zozaya González (2007)<sup>16</sup>, algunas de ellas serían las siguientes:

### 1.6.1. Ventajas

- Disminución considerable de los gastos de operación y/o producción, al reducirse el personal.
- Desaparece la rivalidad y la competencia leal o desleal que les impide a las empresas tener un mayor poder económico y la realización de mayores beneficios.
- Mayor rentabilidad, porque los instrumentos de producción son mejor utilizados cuando son manejados bajo una gestión única o se encuentran concentrados en un mismo espacio, reduciendo de forma considerable los costes.
- La compañía absorbente se convierte en una sociedad más sólida, con disfrute de mayor crédito comercial.
- Garantiza una administración más metódica y una fiscalización más centralizada.
- Mejora la presencia o imagen corporativa.
- Aumento de la capacidad instalada.

Hay que tener en cuenta que los beneficios que se obtienen de la fusión no tienen porque ser inmediatos, ya que la culminación de la fusión no termina hasta que las

---

<sup>16</sup> Zozaya, N. (2007). “*Las fusiones y adquisiciones como fórmula de crecimiento empresarial*”. Madrid

empresas se unifican y logran trabajar de una forma eficiente (el resultado principal de una fusión).

### **1.6.2. Limitaciones**

- Las fusiones y adquisiciones entre empresas del mismo sector o sectores afines están generando un serio problema de desempleo al cerrar plantas o despedir por cuestiones de modernización tecnológica de la empresa. Esto se está viendo agravado por la difícil situación económica que estamos atravesando actualmente.

- Al realizar una operación de fusión la comunicación entre los directivos y los empleados debería ser abierta, honesta y constante para el buen entendimiento de la misión, los nuevos valores y la cultura empresarial.

De esta forma se evitarían esfuerzos y actividades innecesarias. Pero en la realidad esto no ocurre, y supone un aumento de los costes para la compañía.

- Disminuyen las opciones comerciales para el cliente, es decir, al haber mayores monopolios, la tendencia es hacia la estandarización de los bienes y servicios, lo que impedirá al cliente decidir en función de sus gustos y necesidades.

Otras veces, las fusiones y adquisiciones implican realizar transacciones no muy amigables, por lo que es necesario confeccionar un plan completo de las tácticas, estrategias, causas y consecuencia de una posible negociación entre las partes.

## **1.7. Modelos utilizados en los procesos de fusión y adquisición de empresas**

Normalmente las fusiones y adquisiciones son operaciones que se llevan a cabo de manera aislada, es decir, no se repiten tantas veces por parte de las empresas como para desarrollar un modelo.

Las fusiones son consideradas habitualmente como un acontecimiento único en la vida de una empresa, ya que suelen ser experiencias complejas que generan un alto nivel de incertidumbre. Como ya se mencionó anteriormente, suelen provocar situaciones complicadas como la pérdida de puestos de trabajo, reestructuración de responsabilidades, truncamiento de carreras, pérdida de cuota de poder y otras situaciones que producen tensión.

Con el paso del tiempo, estas operaciones han pasado a ser cada vez más habituales, de ahí la necesidad de desarrollar modelos.

Cada fusión tiene unas características y circunstancias determinadas, y por lo tanto, normalmente no existen dos fusiones iguales. Cada empresa adquirida posee una estructura única, cada una tiene su estrategia empresarial y cada una posee su propia cultura. Por tanto, los acuerdos que se alcancen nunca serán iguales.

En este apartado voy a comparar tres modelos para intentar explicar el proceso.

### **1.7.1. Modelo racionalista de las adquisiciones**

Este modelo es propuesto por P.S. Sudarsanam (1996)<sup>17</sup>. Se divide en tres etapas que serían:

*Etapas 1:*

- Desarrollo de la estrategia de adquisición, lógica de la creación de valor y criterios para la adquisición
- Búsqueda del objetivo, selección e identificación
- Evaluación estratégica de la compañía objetivo y justificación de la adquisición

---

<sup>17</sup> Sudarsanam, P.S. (1996). “*La esencia de las fusiones y adquisiciones*” Prentice-Hall Hispanoamericana. México

### *Etapa 2:*

- Desarrollo de la estrategia de compra
- Evaluación financiera y fijación del precio de la compañía objetivo
- Negociación, financiamiento y cierre del trato

### *Etapa 3:*

- Evaluación de la afinidad organizacional y cultural
- Desarrollo del enfoque de integración
- Estrategia, organización y cultura de acoplamiento entre la adquirente y la adquirida
- Resultados

Con este modelo, lo que se busca es dar una visión racionalista de las adquisiciones, a través del proceso de toma de decisiones.

Se intenta evaluar los aspectos económicos, estratégicos y financieros de la propuesta de adquisición, y calcula el potencial de creación de valor en función de esa evaluación. La adquisición se justifica en función de metas estratégicas, y de que manera será útil la adquisición para alcanzar dichas metas.

La decisión resultante exigirá un compromiso por parte de todos los participantes. De esta forma, las adquisiciones serán el resultado de procesos de toma de decisiones racionales en donde la compañía adquirente se considera como una unidad de decisión homogénea y sin divisiones.

### **1.7.2. Modelo del explorador o rueda de la fortuna**

Este es un modelo propuesto por Ashkenas, De Mónaco y Francis (1998)<sup>18</sup>, el cual divide todo el proceso en cuatro fases:

#### *1-Previo a la adquisición:*

- Iniciar el análisis cultural

---

<sup>18</sup> Ashkenas R., De Mónaco L.J. y Francis S.C. (1998). Making the real deal: How GE Capital Integrates Acquisitions. *Harvard Business Review*, 76 (1): 108-178

- Identificar las barreras empresariales y culturales que pueden impedir el éxito de la integración
- Elegir un gestor de la integración
- Evaluar los puntos fuertes y débiles de la empresa y a los líderes de los departamentos
- Elaborar una estrategia de comunicación.

### *2-Establecimiento de las bases:*

- Presentar debidamente al gestor de la integración
- Orientar a los nuevos ejecutivos a cerca del ritmo empresarial de la empresa adquirente y de los valores no negociables
- Elaborar conjuntamente un plan de integración
- Implicar de un modo visible a la alta dirección
- Proporcionar recursos suficientes y asignar responsabilidades

### *3-Integración rápida:*

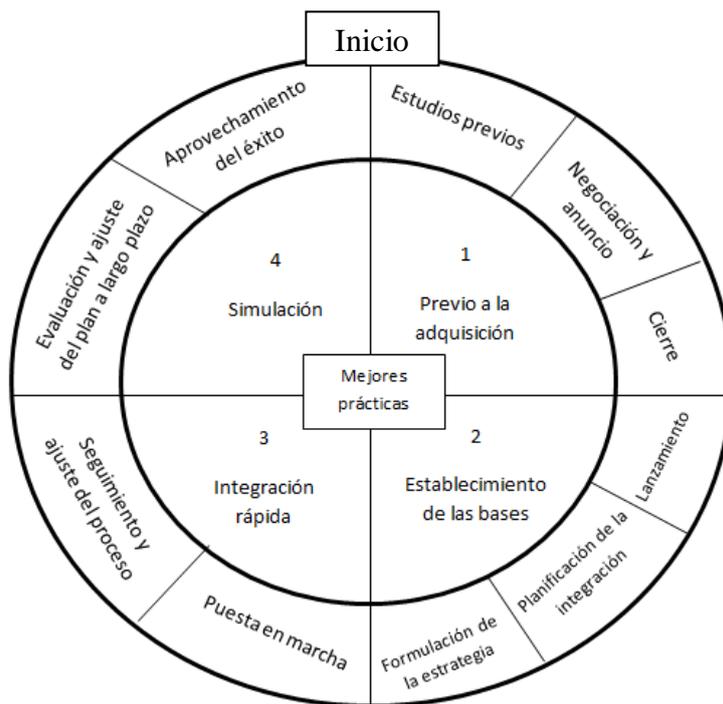
- Emplear planificaciones, simulaciones y sistemas de seguimiento del proceso para acelerar la integración
- Utilizar al personal de auditoría para auditar el proceso
- Utilizar procesos de retroalimentación y aprendizaje para adaptar continuamente el plan de integración
- Iniciar el intercambio de directores a corto plazo

### *4-Asimilación:*

- Continuar desarrollando herramientas prácticas, procesos y lenguajes comunes
- Continuar el intercambio a largo plazo de directivos
- Utilizar personal de auditoría para auditar la integración

El modelo comienza con el trabajo que se realiza antes de cerrar el acuerdo hasta finalizar la operación. Dentro de cada una de esas fases hay varias etapas, y cada fase incluye prácticas recomendadas y pasos para ayudar a los directivos a avanzar en el proceso.

A pesar de las recomendaciones, la dirección también tendrá que improvisar.



Fuente: Ashkenas, De Mónaco y Francis

### 1.7.3. Modelo de McCann y Gilkey

Según McCann y Gilkey (1990),<sup>19</sup> en este modelo tiene especial relevancia la etapa posterior a cerrar el trato.

Consta de siete fases, las cuales pueden superponerse y estar interrelacionadas entre sí. Estas se podrían separar de la siguiente manera:

#### *1-Planificación estratégica:*

Esta es la etapa principal del proceso de fusión y adquisición.

Desde el principio, el plan estratégico es propuesto por los propietarios y alta dirección de la empresa.

Que se lleve a cabo la unión debe ser considerado como un trampolín hacia el mercado internacional, con perspectivas de llegar a controlarlo, y a su vez dificultar la entrada del competidor.

<sup>19</sup> McCann J.E. y Gilkey R. (1990). "Fusiones y adquisiciones de empresas". Díaz de Santos. Madrid

El objetivo principal es crear un proceso de planificación corporativo que apoye la actividad de la fusión.

Las tareas principales de esta fase son:

- Redefinir el proceso de planificación de forma que pueda ayudar a la actividad de la fusión.
- Garantizar que los sistemas de apoyo (recursos humanos, control, estructura) sean los adecuados para reforzar la actividad de la planificación.

Una vez realizado el proceso de planificación estratégica, la empresa podrá especificar el tipo de empresas objetivo que le ayudarán a alcanzar sus metas estratégicas y crear valor.

### *2-Organización:*

En esta etapa lo que se pretende es crear una capacidad directiva eficaz dentro de la empresa, que tenga suficiente autoridad y control para poder controlar el proceso de fusión.

Dentro de esta etapa se pueden distinguir las siguientes tareas:

- Organizar y dotar a la función de fusión coherentemente (grupos ad hoc<sup>20</sup>, equipos, staff).
- Definir las funciones de los interlocutores clave y darles capacitación.
- Garantizar el acceso y el compromiso de la alta dirección.
- Desarrollo de los protocolos (fases, flujos, relaciones y calendario).
- Asegurarse de que el proceso de planificación está correctamente integrado.

---

<sup>20</sup> Son grupos que no forman parte de la estructura organizacional, con una vida limitada y que implican una segunda tarea para sus miembros a mayores de sus obligaciones habituales dentro de la organización. Se crean cuando la dirección se enfrenta a problemas que no pueden ser resueltos por los departamentos existentes.

### *3-Búsqueda:*

El objetivo principal en esta fase es encontrar a los candidatos idóneos, buscar y elaborar los datos suficientes para conseguir un análisis posterior para preparar una oferta.

Las tareas principales son:

- Elaborar un proceso sistemático que permita identificar los candidatos principales.
- Identificar los criterios de selección de los candidatos.
- Crear perfiles y datos necesarios.
- Aportar los resultados a la alta dirección para que esta pueda actuar en consecuencia.

En el libro de McCann y Gilkey se explica la clasificación de actividades realizada por Jerold Freier, quien distingue tres enfoques: el oportunista, el de investigación y el combinado.

El enfoque oportunista se basa en criterios de observación amplios que no se centran en una empresa específica. La empresa compradora se apoyará en una red de profesionales tales como los bancos de inversión, o las relaciones personales de los directivos para generar candidatos.

El enfoque de investigación es más proactivo y con frecuencia agresivo. También necesita más tiempo, esfuerzo y recursos. Se establecen criterios de selección basados en las necesidades definidas en la planificación estratégica, utilizados para situar a candidatos específicos.

En el combinado, la empresa además de realizar un esfuerzo activo de búsqueda, también es capaz de aprovechar las situaciones que se le presentan.

Para llevar a cabo una búsqueda efectiva, es necesario tener en cuenta las razones por las cuales se realizó la fusión. Cuanto más precisas sean estas razones, los criterios que determinan la fusión serán más claros.

Por ejemplo, si el motivo de la fusión es reducir el endeudamiento del grupo consolidado, no se tendrán en cuenta empresas que tengan mucho endeudamiento.

### *4-Análisis y propuesta:*

En esta fase lo que se busca es desarrollar información suficiente para poder evaluar el ajuste empresarial, financiero y organizativo, que permita valorar y presentar una oferta.

Las tareas a realizar serían:

- Aplicar técnicas analíticas suficientemente rigurosas.
- Crear rangos de valor y parámetros de plazos y condiciones.
- Desarrollar una estrategia inicial para fases posteriores de transición.
- Decidir el enfoque de presentación que va tener la oferta.

Una vez que se selecciona algún candidato prometedor y se supera la selección preliminar, el siguiente paso sería recoger información más detallada y comenzar un análisis en profundidad.

Este será la base para poder determinar el precio que se va a pagar además de permitir identificar cualquier debilidad que haya llevado a la compañía vendedora a entrar en negociaciones.

Habrà que tener muy en cuenta la calidad del análisis, ya que la información de la que disponemos sobre las distintas compañías que pueden ser adquiridas puede ser pública o bien proceder de la propia empresa.

### *5- Negociación y acuerdo:*

El objetivo principal de esta fase es alcanzar un acuerdo con el candidato, determinando el precio, plazo y las condiciones.

Las funciones a realizar serían:

- Acercarse a la empresa candidata para establecer un ambiente adecuado para la negociación.
- No dar a conocer la negociación para tener control sobre el precio.
- Evaluación rápida y eficiente de las contraofertas.
- Plantear la negociación y su lógica.

Una vez que la empresa realiza la oferta de adquisición o de fusión, esta puede ser aceptada o rechazada.

Si se rechaza, el proceso de búsqueda comenzaría otra vez, a no ser que la empresa que hace la oferta espere acontecimientos que cambien su idea de la empresa por adquirir.

Si se acepta, empezaría la fase de negociación, donde se buscaría alcanzar un acuerdo sobre el precio y las condiciones.

Si se cree que la oferta es seria, los responsables de ambas compañías (presidentes) establecerán contacto personal.

En lo que respecta a la comunicación, según McCann y Gilkey *“no hay más que ventajas cuando se establece una clara comunicación entre todos los que intervienen en la negociación, considerando en forma cuidadosa lo que debe o no formar parte del acuerdo, cuándo y cómo hay que emprender ciertas acciones, los planes de contingencias y cómo resolver las diferencias”*.

En esta etapa, es común hacer promesas, que tienen consecuencias posteriores que deben conocerse y preverse.

Si bien en la etapa de análisis la empresa oferente determinaba los toques para el precio, en la etapa de negociación corresponde llegar a un acuerdo entre las partes, en relación a estos toques.

Además del precio, deben tratarse otros temas como que empresa será la dominante, la necesidad de reforzar o cambiar la ventaja competitiva de la empresa, que negocios deben mantenerse y cuáles abandonarse, que debe comunicarse a los empleados...

### *6-Transición:*

En esta fase lo que se busca es ejercer un control suave y efectivo a través de un proceso de gestión de la transición.

Las principales tareas serían:

- Evaluar y estabilizar la situación.
- Aplicar las reglas básicas para la eficacia de la transición.

Además de estabilizar la situación y crear un clima receptivo al cambio, en esta etapa el acuerdo debe ser ratificado por los accionistas de ambas empresas, fijando la financiación y creando una estructura inicial.

Este será el momento de máxima incertidumbre y ansiedad para los empleados, proveedores y clientes.

### *7-Integración:*

Esta es la última etapa del modelo en la que se busca aplicar la estrategia de integración desarrollada de la siguiente forma:

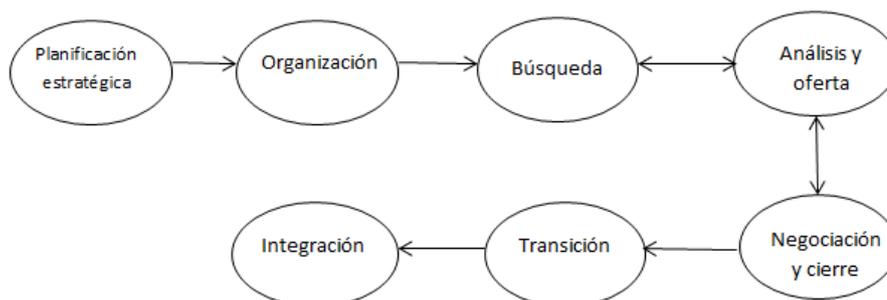
- Definiendo las prioridades específicas de acción.
- Asignando los recursos suficientes para la implantación.
- Dirigiendo y controlando la implantación.

Ahora los planes de acción que se fueron creando en la fase de transición, se ponen en práctica para ayudar al ajuste organizativo.

Es en esta etapa es donde las empresas se integran y se producen cambios importantes en el proceso administrativo.

Según McCann y Gilkey, *“el objetivo primario de la fase de integración es ejecutar la agenda de cambio definida en la transición, a los efectos de materializar el ajuste de los tres pilares, empresarial, financiero y organizativo, considerados por ellos, factores de éxito en las fusiones”*.

Por lo tanto, con la integración, lo que se pretende es: crear las sinergias que dan valor al acuerdo (ajuste empresarial); darle nueva forma al balance y a la cuenta de resultados, e invertir recursos suficientes en cada uno de los nuevos negocios para que pueda conseguirse el ajuste empresarial (ajuste financiero); y realizar los cambios necesarios en la estructura, los procesos y los sistemas, los recursos humanos y la cultura, para conseguir que se produzcan tanto el ajuste empresarial como el financiero (ajuste organizativo).



Fuente: McCann y Gilkey

### 1.8. ¿Por qué fracasan las fusiones?

Cuando las empresas deciden fusionarse, lo hacen siempre con un alto grado de optimismo sobre el futuro de la nueva empresa, haciendo planes de mejoras en rentabilidad, distribución de productos, ampliación de mercados...buscando como último objetivo incrementar el valor económico del negocio.

Pero no todas las fusiones y adquisiciones consiguen alcanzar los objetivos iniciales que con ellas se pretendían conseguir

Estudios sobre fusiones y adquisiciones llevados a cabo en los últimos años, han concluido que un número muy alto de estas no sólo no fueron exitosas en alcanzar los objetivos previstos, sino que redujeron considerablemente el valor para el accionista, ya que estos se vieron obligados invertir mucho más tiempo y dinero en corregir anomalías que no fueron adecuadamente previstas durante el proceso de la fusión o adquisición. Mientras que otro elevado número de fusiones, también probaron en el tiempo, que no produjeron un aumento importante en el valor económico de la nueva empresa.

A pesar de ello, y teniendo en cuenta la difícil situación económica que estamos atravesando, se han llevado a cabo muchas fusiones a nivel mundial, con la idea de transformar esas empresas mediante una renovación corporativa para poder alcanzar objetivos mucho más rápido que por un proceso de desarrollo interno, o bien para protegerse de una situación de amenaza.

Pero las empresas que utilizan la fusión para defenderse ante amenazas, en lugar de ser una solución, pueden llegar a ser un problema, ya que muchas veces crean dificultades a la nueva empresa resultante.

Mientras que aquellas que inicialmente eran fusiones de empresas similares, al final acaban como adquisiciones por una de las partes.

A pesar de que las causas por las que muchas fusiones y adquisiciones no son exitosas son muy variadas, se podrían identificar diez factores comunes que serían los siguientes:

- Insuficiente investigación de la empresa a adquirir o fusionar.
- Subestimar las dificultades de la unión de dos empresas similares.
- Poner mucho énfasis en lograr la fusión o adquisición, y dejar de lado la integración y planificación posterior.
- Aplazamiento de decisiones importantes por no existir una clara definición de responsabilidades post-fusión.
- Desestimar los puntos de vista de los organismos antimonopolios.
- No llevar a cabo una comunicación permanente, clara y abierta, tanto interna como externa entre las empresas.
- Descuidado del personal, provocando la desmotivación y el alejamiento de personal importante de la empresa.
- Desatender los negocios o clientela existente por prestar más atención a la nueva estructura.
- Mostrar poco respeto hacia la otra empresa, a su gente, a su metodología de trabajo y a sus logros.
- Posponer el liderazgo de la nueva empresa en el tiempo.

Según el estudio sobre fusiones y adquisiciones realizado por KPMG a mediados de 1999, sólo el 17% de las operaciones había creado valor, el 53% lo perdieron y el 30% restante se quedó como estaba.

En este estudio se podía ver que las empresas que crearon valor dedicaron una atención especial a tres variables:

- *La valoración de la sinergia:*

Sólo teniendo las ideas claras de qué valor y dónde se adquiere en una operación de fusión y adquisición, puede la empresa plantearse el cómo puede obtenerse a través de la integración de ambas empresas.

- *La planificación del proyecto de integración:*

La consecución de las sinergias previstas debe empezar a planificarse antes de formalizar el trato. Cuanto antes se haga, mayores probabilidades de que la operación prospere.

- *Las diligencias debidas:*

Se refiere a los instrumentos de investigación utilizados para medir el impacto que ejercen sobre el valor de la empresa distintas situaciones (estudios de mercado, valoración de riesgos, análisis de competencias directivas...).

Destacar que las empresas que enfocaron su atención en la financiación de la operación y en los aspectos legales, tenían un 15% de probabilidades más que el resto de destruir valor.

## **BLOQUE 2 - Métodos de valoración de empresas**

### **2.1. Conceptos básicos**

#### **2.1.1. Precio y valor**

Normalmente, una empresa tiene distinto valor para diferentes compradores y para el vendedor. El valor no debe confundirse con el precio, que es la cantidad a la que el vendedor y comprador acuerdan realizar una operación de compraventa de una empresa. Esta diferencia en el valor de una determinada empresa se puede explicar por varias razones.

Por ejemplo, una gran empresa extranjera muy avanzada tecnológicamente que quiere comprar otra empresa nacional, ya conocida, para entrar en nuestro mercado aprovechando el renombre de la marca local. En este caso, el comprador extranjero tan sólo valorará la marca, pero no valorará las instalaciones, maquinaria, etc., ya que él mismo dispone de unos activos más avanzados. Por el contrario, el vendedor sí que valorará muy bien sus recursos materiales, ya que están en situación de continuar produciendo. El primero lo que intentará es determinar el valor máximo que debería estar dispuesto a pagar por lo que le aportará la empresa a adquirir; el vendedor intentará saber cual será el valor mínimo al que debería aceptar la operación. Estas dos cifras son la clave de la negociación, y al final se acordará un precio intermedio entre las dos.

Aunque una empresa también puede tener distinto valor para diferentes compradores por diferentes razones: distintas percepciones sobre el futuro del sector y de la empresa, distintas estrategias, economías de escala...

#### **2.1.2. Valor económico**

Cuando se habla de valor económico, lo primero es determinar a que tipo de valor económico nos referimos. Se pueden diferenciar dos tipos de valor económico: el valor intrínseco y el extrínseco.

El valor extrínseco de un negocio se basa en referencias externas.

Por ejemplo, el valor de mercado de una empresa, que es el valor que se asigna a esta en un proceso de compra-venta, tanto en un mercado organizado<sup>21</sup> (empresa que cotiza), como uno no organizado.

Si se considera al mercado como un mecanismo adecuado para asignar los precios, el valor extrínseco, reflejará adecuadamente el valor económico.

Pero a veces el mercado no opera de esta forma, entonces para poder captar una medida de valor económico menos efímera, se utiliza el valor intrínseco, el cual se basa en las características del negocio; en otras palabras, es el valor objetivo para un inversor o analista.

### 2.1.3. Valor de capital y valor de la empresa

El Valor de la Empresa (Enterprise Value) es el valor de la compañía en su conjunto, es decir, el valor que tiene para los inversores, accionistas, proveedores y acreedores financieros. Representa el valor de los activos operativos<sup>22</sup>, y se determina mediante distintos métodos de valoración.

El Valor del Capital (Equity Value o Valor de las acciones) es el valor que les interesa a los accionistas de una compañía (el valor que tienen las acciones – lo que se pagará al accionista por la venta de la compañía). Para obtenerlo, se debe restar al valor de la empresa, el valor de mercado de la deuda financiera de la compañía (a largo y corto plazo) y sumar la caja (también se suelen sumar las inversiones temporales).

Las formulas serían:

Valor Empresa = Valor Capital + Deuda – Caja

Valor Capital = Valor Empresa + Caja – Deuda

Valor Capital= Valor Empresa – Deuda Financiera Neta (DFN)

---

<sup>21</sup> Son aquellos que poseen instituciones reguladoras y controladoras (cámara, institución, agencia estatal) de las operaciones y mecanismos y organismos de compensación y liquidación.

<sup>22</sup> Son aquellos que permiten a la empresa producir sus productos o servicios. Se incluyen los edificios administrativos, instalaciones de la planta, los activos líquidos...

## 2.2. Métodos basados en el balance (valor patrimonial)<sup>23</sup>

Estos métodos tratan de determinar el valor de la empresa a través de la estimación del valor de su patrimonio. Son métodos utilizados tradicionalmente que consideran que el valor de una empresa radica fundamentalmente en su balance o en sus activos. Proporcionan el valor desde una perspectiva estática, es decir, no tiene en cuenta la posible evolución futura de la empresa, el valor temporal del dinero ni otros factores que también le afectan como pueden ser: la situación del sector, problemas de recursos humanos, de organización, contratos... que no se ven reflejados en los estados contables.

Los más importantes serían los siguientes:

### 2.2.1. Valor contable

El valor contable de las acciones (valor en libros, patrimonio neto o fondos propios de la empresa) es el valor de los recursos propios que figuran en el balance (capital y reservas). Esta cantidad es también la diferencia entre el activo total y el pasivo exigible.

El principal problema de este método, es que la contabilidad nos da una versión de la histórica de la empresa (los criterios contables están sujetos a mucha subjetividad), mientras que el valor de las acciones depende de las expectativas. Por ello, el valor contable casi nunca coincide con el valor de mercado.

Ejemplo: Empresa Rodríguez S.L.

**Tabla 1**

Balance (millones de €)			
Activo		Pasivo	
Tesorería	10	Proveedores	80
Deudores	20	Deuda bancaria	20
Inventario	90	Deuda a largo	60
Activos fijos	200	Capital y reservas	160
<b>Total activo</b>	<b>320</b>	<b>Total pasivo</b>	<b>320</b>

Fuente: Elaboración propia

---

<sup>23</sup> Fernández, P. (2004). "Valoración de empresas". Gestión 2000. Barcelona

**Tabla 2**

<b>Cuenta de Resultados (millones de €)</b>	
Ventas	600
Coste de ventas	272
Gastos generales	240
Intereses	8
<b>Beneficio antes de impuestos</b>	<b>80</b>
Impuestos (35%)	28
<b>Beneficio Neto</b>	<b>52</b>

Fuente: Elaboración propia

En este caso el valor contable o valor en libros de las acciones (capital más reservas) es de 160 millones de euros.

Este también se podría calcular como la diferencia entre el activo total (320) y el pasivo exigible (80 + 20 + 60).

### **2.2.2. Valor contable ajustado**

Este método trata de solucionar las limitaciones del método anterior, pero sólo lo consigue parcialmente.

Cuando los valores de los activos y pasivos se ajustan a su valor de mercado, se obtiene el patrimonio neto ajustado.

Siguiendo con el ejemplo de la tabla 1, analizamos algunas partidas del balance de forma individual para ajustarlas a su valor de mercado aproximado.

Suponemos que:

-Los deudores incluyen 4 millones de euros de deuda incobrable, esta partida debería figurar por un valor de 16 millones.

-Los inventarios, después de descontar partidas obsoletas sin valor y de revalorizar las restantes a su valor de mercado, representan un valor de 104 millones de euros.

-Los activos fijos (terrenos, edificios y maquinaria) tienen un valor, según un experto, de 150 millones de euros.

-El valor contable de las deudas a proveedores, bancos y a largo plazo es igual a su valor de mercado.

El balance ajustado sería el que se presenta en la Tabla 3.

**Tabla 3**

<b>Balance ajustado (millones de €)</b>			
<b>Activo</b>		<b>Pasivo</b>	
Tesorería	10	Proveedores	80
Deudores	16	Deuda bancaria	20
Inventarios	104	Deuda a largo	60
Activos fijos	250	Capital y reservas	270
<b>Total activo</b>	<b>430</b>	<b>Total pasivo</b>	<b>430</b>

En este caso el valor contable ajustado es de 270 millones: activo total (430), menos pasivo exigible (160).

El valor contable ajustado superaría en 110 millones al valor contable.

### **2.2.3. Valor de liquidación**

Es el valor de una empresa en el caso de que se lleve a cabo su liquidación, es decir, que se vendan sus activos y se cancelen sus deudas. Este valor se calcula deduciendo del patrimonio neto ajustado los gastos de liquidación del negocio (indemnizaciones a empleados, gastos fiscales y otros gastos propios de la liquidación).

La utilidad de este método está limitada a la compra de la empresa con el fin de liquidarla posteriormente.

Generalmente va representar el valor mínimo de la empresa, ya que normalmente el valor de esta es superior a su valor de liquidación.

Aplicando esto a la empresa Rodríguez S.L., si los gastos de indemnización a empleados y todos los demás gastos asociados a la liquidación de la empresa fuesen 120 millones, el valor de liquidación de las acciones sería 150 millones (270-120).

(Tabla 3).

### **2.2.4. Valor sustancial**

Este valor representa la inversión que debería efectuarse para constituir una empresa en idénticas condiciones a la que se está valorando. También puede definirse como el valor

de reposición de los activos, bajo el supuesto de continuidad de la empresa, por oposición al valor de liquidación.

Normalmente no se incluyen en el valor sustancial aquellos bienes que no sirven para la explotación (terrenos no utilizados, participaciones en otras empresas, etc.).

Se suelen distinguir tres clases de valor sustancial:

*Valor sustancial bruto*: es el valor del activo a precio de mercado. En nuestro ejemplo sería 430 (Tabla 3).

*Valor sustancial neto o activo neto corregido*: es el valor sustancial bruto menos el pasivo exigible (el patrimonio neto ajustado explicado anteriormente). En nuestro ejemplo sería 270 (Tabla 3).

*Valor sustancial bruto reducido*: es el valor sustancial bruto reducido sólo por el valor de la deuda sin coste. En nuestro ejemplo sería:  $350 = 430 - 80$  (en este caso los 80 serían proveedores) (Tabla 3).

### 2.3. Métodos basados en múltiplos (valoración por múltiplos)<sup>24</sup>

Estos métodos de valoración, a diferencia de los anteriores, se basan en la cuenta de resultados de la empresa.

Tratan de determinar el valor de la empresa a través de la magnitud de los beneficios, de las ventas o de otro indicador.

---

<sup>24</sup> Piñeiro, C.: “Métodos de valoración por múltiplos”. Valoración Financiera. Universidad de A Coruña. 2012. Apuntes de clase

### 2.3.1. Valor de los beneficios (PER<sup>25</sup>)

Según este método, el valor de las acciones se obtiene multiplicando el beneficio neto anual por un coeficiente denominado PER (Price Earnings Ratio), donde:

$$PER = \text{Cotización acción} / B^{\circ} \text{ por acción} = \text{Capitalización bursátil} / B^{\circ} \text{ neto}$$

Por tanto, el valor de la empresa será:

$$\text{Valor empresa} = PER \times \text{Beneficio}$$

### 2.3.2. Precio / Valor contable

Este múltiplo indica la relación existente entre la cotización y el valor patrimonial de la empresa (generalmente se utiliza el valor sustancial o bien el valor neto contable).

La diferencia P – VC indicará el valor de las oportunidades de crecimiento de la empresa, y de sus activos intangibles.

Este es un indicador con cierta capacidad predictiva a cerca de las rentas futuras, además de ser utilizado para explicar los rendimientos anormales de los títulos, que el mercado no es capaz de explicar.

### 2.3.3. Precio / Ventas

Es un múltiplo de uso general, utilizado normalmente para cualquier empresa y sector.

Concretamente, es muy utilizado en empresas de sectores emergentes, donde hay expectativas de rentas pero no antecedentes para poder realizar una previsión causal.

También es muy utilizado en empresas de internet y sectores donde el pronóstico va depender más de las expectativas y oportunidades que de los activos actuales.

---

<sup>25</sup> Es una razón geométrica que se usa en el análisis fundamental de las empresas, especialmente en aquellas que cotizan en bolsa. Su valor indica el número de veces que el beneficio neto anual de una empresa se encuentra incluido en el precio de una acción de ésta. Un PER más elevado implica que los inversores están pagando más por cada unidad de beneficio.

#### **2.3.4. Precio / Cash Flow**

Este es un indicador de rendimiento al igual que el PER. Es estático (no tiene en cuenta la distribución temporal de los flujos de caja), y se aplica normalmente en sectores maduros.

No se utiliza en sectores donde los flujos de caja libres<sup>26</sup> carecen de sentido financiero, como podrían ser la banca o los seguros.

#### **2.3.5. Valor empresa / EBITDA<sup>27</sup>**

Este es un indicador que no tiene en cuenta las distorsiones derivadas de las amortizaciones y los criterios de valoración de activos como indica el propio acrónimo (EBITDA).

Relaciona el valor de la empresa con su beneficio, pero va tener en cuenta ni el riesgo ni la distribución temporal del beneficio.

#### **2.3.6. Valor empresa / Ventas**

Al igual que el Precio / Ventas, es uno de los indicadores con un uso más generalizado.

A pesar de ello, normalmente su utilización se concentra en el sector financiero e industrias intensivas en capital.

Todos estos múltiplos mencionados anteriormente serían los más utilizados a la hora de valorar empresas. Pero estos no son los únicos:

---

<sup>26</sup> Es una magnitud que indica la tesorería neta (positiva o negativa) generada por la empresa o el negocio en un periodo determinado.

<sup>27</sup> El EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization) es un indicador financiero que representa el beneficio antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones, es decir, el beneficio bruto de explotación calculado antes de deducir los gastos financieros.

Cuadro resumen valoración por múltiplos	
Patrimoniales	Precio / Valor contable Q de Tobin
Estratégicos	Precio / Ventas Indicadores sectoriales
De rendimiento y mercado	PER Precio / Cash Flow Precio / Dividendos
Relativos al crecimiento de la empresa	Precio / Crecimiento del beneficio Valor empresa / Crecimiento del beneficio
Relativos a valor de la empresa	Valor económico / EBITDA Valor económico / Ventas Valor económico / Cash Flow

### 2.3.7. Múltiplos de cotización & Múltiplos de transacción

Podríamos diferenciar dos tipos de métodos relacionados con los múltiplos: los múltiplos de cotización y los múltiplos de transacción.

- El primero se basa en estimar el valor de una empresa mediante la comparación de éste con el valor de otras empresas de similares características que cotizan en bolsa.

Consiste en identificar varias compañías cotizadas comparables a las que queremos valorar, y calcular posteriormente algunos ratios que muestren la relación entre el valor de cada una de esas empresas y alguna medida de su resultado financiero. Este ratio posteriormente se aplica a la misma medida del resultado financiero de la compañía objeto de valoración, obteniendo así una valoración comparativa.

En relación a los ratios, se debe utilizar en cada caso el ratio de margen operativo normalmente utilizado en el sector objeto de estudio. Generalmente, el múltiplo más utilizado es el de Valor de la empresa / EBITDA.

En relación a las empresas comparables, estas deben tomar como referencia compañías cotizadas lo más próximas posibles a la compañía objeto de valoración, es decir, que pertenezcan al mismo sector, mismas áreas de actividad, igual área geográfica...

- El segundo método, los múltiplos de transacción, tiene unas características muy similares.

Consiste en analizar el precio pagado en transacciones anteriores por compañías parecidas a la empresa objetivo, para obtener así una estimación del precio que se podría estar dispuesto a pagar por ella.

Por tanto, este método nos proporcionará información acerca de cómo es de activo el sector y un marco de referencia para negociaciones en base a la valoración de mercado de transacciones similares recientes.

En relación a los ratios y a las empresas comparables, se utilizarían los mismos criterios que en el caso anterior, es decir, que en el método de múltiplos de cotización.

Ejemplo de múltiplos de cotización

**Tabla 4**

<b>Magnitudes financieras de partida (millones de €)</b>					
<b>Año</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
<b>EBITDA</b>	<b>6</b>	<b>7</b>	<b>8</b>	<b>9</b>	<b>10</b>
- Amortizaciones	-807	-991	-1087	-1206	-1012
- Provisiones	-44	-48	-53	-58	-63
<b>EBIT</b>	<b>5452</b>	<b>6263</b>	<b>7147</b>	<b>8081</b>	<b>9378</b>
- Impuestos	-1853	-2067	-2287	-2505	-2813
+ Amortizaciones	807	991	1087	1206	1012
+ Provisiones	44	48	53	58	63
<b>Flujo de caja bruto</b>	<b>4448</b>	<b>5235</b>	<b>5999</b>	<b>6839</b>	<b>7640</b>
- Inversión en activo fijo y adquisiciones	-3422	-3535	-3661	-3801	-3954
- Inversiones en FM	-1148	-1280	-1409	-1525	-1623
<b>Flujo de caja libre</b>	<b>-122</b>	<b>419</b>	<b>929</b>	<b>1513</b>	<b>2063</b>

Fuente: Bloomberg

Esta tabla representa los datos de nuestra empresa.

Para utilizar este método de valoración, seleccionamos una muestra de compañías que por su actividad, representen una buena referencia de valoración para la compañía objetivo:

**Tabla 5**

Compañía	EV/Ventas		EV/EBITDA		EV/EBIT		PER	
	2009	2010	2009	2010	2009	2010	2009	2010
Compañía 1	0,5	0,5	5,9	5,5	7,8	6,9	11,9	10,5
Compañía 2	0,5	0,5	6,9	5,7	9,6	7,3	14,8	11,3
Compañía 3	1,8	0,3	26,2	5,3	30,1	7,3	35,9	8,7
Compañía 4	0,3	0,3	4,9	3,1	7,5	4,3	13,9	9,3
Compañía 5	0,5	0,5	6,3	5,4	7,6	6,4	12,3	10,6
Compañía 6	0,5	0,5	6,3	5,7	8,3	7,2	11,9	10,0
Compañía 7	0,7	0,7	9,6	7,7	11,3	8,9	17,9	14,5
Compañía 8	1,5	1,3	10,5	8,5	12,1	9,8	17,0	13,7
Compañía 9	0,7	0,7	6,9	6,1	9,0	7,7	19,5	10,7
Compañía 10	0,3	0,3	5,9	6,7	7,6	6,5	9,0	8,5
Compañía 11	0,7	0,6	6,7	5,1	8,1	5,9	10,5	9,5
<b>Media</b>	0,7	0,6	8,8	5,9	10,8	7,1	15,9	10,7
<b>Mediana</b>	0,5	0,5	6,7	5,7	8,3	7,2	13,9	10,5

Fuente: Bloomberg

La tabla 5 representa los datos de empresas cotizadas pertenecientes al mismo sector que nuestra compañía.

Para hacer los datos más reales, suponemos que existen una serie de diferencias respecto al tamaño, diversificación de negocio y liquidez, por lo que se aplicará un descuento del 10% por falta de liquidez, según el caso concreto de cada empresa.

Año	EBITDA (mill. €)	Múltiplos	Valor del negocio (mill. €)
2009	6	6,7	36,18
2010	7	5,7	35,91

Por tanto si consideramos como único múltiplo el EBITDA, el rango de valoración de la empresa en los años 2009 y 2010 irá desde 36,18 millones de euros hasta 35,91 millones de euros.

Ejemplo de múltiplos de transacción:

Para este caso, partimos de los datos de la tabla 4.

Vamos a suponer transacciones llevadas a cabo por empresas, las cuales realizaron actividades comparables a la empresa de nuestro ejemplo:

**Tabla 6**

Fecha	Valor transacción (mill. €)	Participación (%)	Valor empresa (mill. €)	EV/Ventas	EV/EBITDA	EV/EBIT	PER
jul-09	137	100%	162	0,4	5,7	7,0	3,3
feb-08	43	100%	38	0,3	4,9	2,0	5,8
jun-06	12	50%	31	0,2	3,6	5,2	4,0
jun-08	21	100%	26	0,5	4,0	5,1	6,9
abr-08	202	100%	151	1,1	7,0	8,0	10,0
abr-09	7	98%	7,2	0,5	3,2	3,5	4,0
ene-07	0,9	99%	0,6	0,7	6,4	29,1	21,3
jun-10	9	100%	7	0,4	3,0	3,3	4,4
jun-11	16	100%	7,8	0,2	7,3	8,2	24,2
			<b>Media</b>	0,5	5,0	7,9	9,3
			<b>Mediana</b>	0,4	4,9	5,2	5,8

Fuente: Bloomberg

A partir de los datos de la tabla 4 y 6 obtendremos el valor de la empresa:

Año	EBITDA (mill. €)	Múltiplos	Valor del negocio (mill. €)
2009	6	4,9	29,4

Por tanto, si consideramos como único múltiplo el EBITDA, la valoración de la empresa será de 29.4 millones de euros.

## 2.4. Métodos basados en el descuento de flujos de caja (Valoración por cash flow)<sup>28</sup>

Con estos métodos, lo que se pretende es determinar el valor de la empresa a través de la estimación de los flujos de dinero, que se generaran en el futuro, y los cuales habrá que descontarlos a una tasa según el riesgo que tengan.

Actualmente, el método de descuento de flujos, es el único método de valoración considerado conceptualmente correcto.

En estos métodos se considera a la empresa como un ente generador de flujos de fondos, en donde el valor de la empresa se calcula a partir del valor actual de esos flujos, utilizando una tasa de descuento adecuada.

El valor de las acciones de una empresa, proviene generalmente de su capacidad para generar dinero (flujos) para los propietarios de las acciones; por lo que el método más adecuado para valorar una empresa es descontar los flujos de fondos futuros esperados.

Los métodos de descuento de flujos se basan en un pronóstico detallado para cada período, de cada una de las partidas financieras relacionadas con sus respectivos cash flows.

Una de las partes más importantes para llevar a cabo la valoración, es la tasa de descuento, que se obtiene teniendo en cuenta el riesgo y las volatilidades históricas.

Todos los métodos de descuento de flujos van a partir de la siguiente expresión:

$$V = \frac{CF_1}{1+K} + \frac{CF_2}{(1+K)^2} + \frac{CF_3}{(1+K)^3} + \dots + \frac{CF_n + VR_n}{(1+K)^n}$$

CF<sub>1</sub>: Flujo de fondos de la empresa generados en el periodo i.

VR<sub>n</sub>: Valor residual de la empresa en el año n.

K: Tasa de descuento apropiada para el riesgo de los flujos de fondos.

---

<sup>28</sup> Viñolas, P. y Adserá, X. (1997): “Principios de valoración de empresas”. Deusto. Bilbao

Existen distintos métodos de valoración basados en descuento de flujos<sup>29</sup>. Los distintos tipos de flujos de fondos junto con sus respectivas tasas de descuento son los siguientes:

<b>Flujos</b>	<b>Tasas de descuento</b>
Flujo de caja de los accionistas (CFA)	Rentabilidad exigida a las acciones ( $K_e$ )
Flujo de fondos de la deuda (CFD)	Rentabilidad exigida a la deuda ( $K_d$ )
Flujo de fondos libre (free cash flow)(FCF)	Coste ponderado de los recursos (deuda y acciones) (WACC)
Capital cash flow (CCF)	WACC antes de impuestos

De estos tres flujos mencionados anteriormente, a priori el más sencillo a la hora de ser explicado sería el flujo de fondos para la deuda.

Este estaría compuesto por la suma de los intereses correspondiente a la deuda acumulada más las devoluciones del principal.

En este caso, para poder determinar el valor actual de la deuda, este flujo debe descontarse a la tasa de rentabilidad exigida a la deuda (el coste de la deuda).

Muchas veces, el valor de mercado de la deuda, se corresponde con su valor contable, de ahí que en ocasiones se coja este valor como una buena aproximación del valor de mercado.

Tanto el flujo de fondos libre como el flujo de fondos para los accionistas, son un poco más complejos de explicar, debido a las tasas de descuento aplicadas a estos flujos.

Por este motivo, se explican con más detalle en los siguientes apartados.

#### **2.4.1. El Flujo de caja libre (free cash flow)**

El free cash flow (FCF), sería el flujo de fondos operativo, es decir, el flujo de fondos generado por las operaciones, sin tener en cuenta el endeudamiento (deuda financiera), después de impuestos.

---

<sup>29</sup> Fernández, P.: “Métodos de valoración de empresas”. Documento de investigación DI-771, noviembre 2008, pág.15-21

Dicho con otras palabras, es el dinero que quedaría disponible en la empresa después de haber cubierto las necesidades de reinversión en activos fijos y en necesidades operativas de fondos<sup>30</sup> (NOF), suponiendo que ya no hay deuda.

Para calcular los flujos de fondos libres futuros es necesario realizar una previsión del dinero que recibiremos y que debemos pagar en cada uno de los períodos.

Al tratarse de una valoración para una empresa, la previsión de flujos de fondos ha de realizarse para un período de tiempo mayor, que si se realizase por ejemplo para un presupuesto de tesorería.

La contabilidad en este caso no nos puede proporcionar directamente estos datos por dos motivos:

- Utiliza el enfoque de lo devengado.
- Asigna sus ingresos, costes y gastos basándose en criterios arbitrarios.

Esto generará distorsiones a la hora de calcular flujos de fondos.

Para identificar los elementos que componen el flujo libre de fondos, vamos utilizar el siguiente ejemplo:

Empresa: Robinson S.A.

**Tabla 7**

<b>Cuenta de resultados</b>			
<b>Años</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
Ventas	1500	1650	1800
-Coste de mercancías vendidas	-825	-990	-990
-Gastos generales	-300	-330	-360
-Amortización	-150	-165	-180
<b>Beneficio antes de intereses e impuestos (BAIT)</b>	<b>225</b>	<b>240</b>	<b>270</b>
-Pago de intereses	-75	-90	-90
<b>Beneficio antes de impuestos</b>	<b>150</b>	<b>150</b>	<b>180</b>
-Impuestos (30%)	-45	-45	-54
<b>Beneficio neto (BDT)</b>	<b>105</b>	<b>105</b>	<b>126</b>
-Dividendos	-75	-82,5	-90
<b>Beneficios retenidos</b>	<b>30</b>	<b>22,5</b>	<b>36</b>

Fuente: Elaboración propia

---

<sup>30</sup> Son los fondos necesarios para financiar las operaciones corrientes de la empresa.

**Tabla 8**

<b>Flujo de fondos libre (free cash flow)</b>			
<b>Años</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
<b>Beneficio antes de intereses e impuestos (BAIT)</b>	<b>225</b>	<b>240</b>	<b>270</b>
- Impuestos sobre el BAIT (30%)	-67,5	-72	-81
<b>Beneficio neto de la empresa sin deuda</b>	<b>157,5</b>	<b>168</b>	<b>189</b>
+ Amortización	150	165	180
- Incremento de activos fijos	-90	-99	-108
- Incremento de NOF	-15	-16,5	-18
<b>Free cash flow</b>	<b>202,5</b>	<b>217,5</b>	<b>243</b>

Fuente: Elaboración propia

La tabla 8, es un ejemplo de cómo se calcularía el free cash flow a partir del BAIT en la empresa Robinson S.A.

Como se puede ver, los impuestos se calcularían sobre el BAIT directamente, por tanto, obtendríamos el beneficio neto sin tener en cuenta los intereses, al cual habría que añadirle las amortizaciones del período, a pesar de que estas no representarían un pago sino un apunte contable.

A todo esto habría que añadir las inversiones destinadas a activos fijos y las necesidades operativas de fondos (NOF).

Este método de valoración, como ya hemos mencionado anteriormente, supondrá valorar la empresa centrándose en el rendimiento económico de sus activos después de impuestos, teniendo en cuenta en cada período las inversiones necesarias para la continuidad de esta.

Para poder calcular el valor de la empresa con este método, se realizará el descuento de los flujos libres de caja a través del coste medio ponderado de la deuda y acciones (WACC), donde:

$$WACC = \frac{E K_e + D K_d (1 - T)}{E + D}$$

$E+D$  = valor actual [FCF; WACC]

$E$  = valor de mercado de las acciones

$D$  = valor de mercado de la deuda

$K_d$  = coste de la deuda antes de impuestos = rentabilidad exigida de la deuda  $T$  = tasa impositiva

$K_c$  = rentabilidad exigida a las acciones, que refleja el riesgo de las mismas

Por tanto, el WACC se calcularía ponderando el coste de la deuda ( $K_d$ ), y el coste de las acciones ( $K_c$ ), en función de la estructura financiera de la empresa

Esto es debido, a que lo que se está teniendo en cuenta con este método es la suma de la deuda y las acciones.

Si la empresa no tuviese deuda, el free cash flow coincidiría con el cash flow disponible para los accionistas, que se explica en el siguiente apartado.

### **2.4.2. Cash Flow disponible para los accionistas**

El flujo de fondos disponible para los accionistas (CFA) se calcula restando al free cash flow los pagos del principal e intereses (después de impuestos) que se realizan en cada uno de los períodos a los propietarios de la deuda, es decir, sería el flujo resultante de cubrir las necesidades de reinversión con activos fijos y con NOF, y de haber abonado las cargas financieras y devuelto el principal de la deuda.

Se representaría de la siguiente forma:

$$CFA = FCF - [\text{intereses pagados} \times (1-T)] - \text{pagos principal} + \text{nueva deuda}$$

Por tanto, este cash flow implica la existencia de una estructura financiera en cada período, en la cual se pagan los intereses de las deudas existentes, los correspondientes vencimientos de capital y se reciben los fondos procedentes de la deuda, quedando al final el dinero disponible para los accionistas.

En el CFA, la tasa de descuento utilizada será la rentabilidad exigida por los accionistas ( $K_c$ ), mientras que el valor de la empresa en su conjunto será el resultado de sumar al valor de las acciones el valor de la deuda.

Para poder calcular el valor mercado de las acciones de la empresa, habría que descontar el CFA a la tasa de rentabilidad exigida por los accionistas a la empresa ( $K_c$ ); mientras que esta última podría calcularse a través de alguno de los siguientes métodos:

- El método de valoración de crecimiento constante de Gordon y Shapiro:

$$K_c = (Div_1 / P_0) + g$$

Donde:

$Div_1$  = dividendos a percibir en el período siguiente

$P_0$  = precio actual de la acción

$G$  = tasa de crecimiento constante y sostenible de los dividendos.

Por ejemplo:

Una acción que cotiza a 150 euros, con un crecimiento anual del 5% y se espera recibir un dividendo de 5 euros:  $K_c = (5 / 150) + 0,05 = 0,083$

La rentabilidad exigida por los accionistas sería del 8,3%.

- El modelo de equilibrio de activos CAPM:

$$K_c = R_F + \beta (R_M - R_F)$$

Donde:

$R_F$  = tasa de rentabilidad para inversiones sin riesgo (bonos del Estado)

$\beta$  = mide la sensibilidad de una acción de la empresa ante los movimientos del mercado (riesgo sistemático)

$R_M$  = tasa de rentabilidad que se exige al mercado

Por ejemplo:

Si la rentabilidad media del mercado de renta variable fuera del 9%, con una  $\beta$  igual a 1 y sabiendo que los bonos del Estado proporcionan una rentabilidad del 3%:

$$K_c = 0,03 + 1 (0,09 - 0,03) = 9\%$$

La rentabilidad exigida por los accionistas sería del 9%.

### 2.4.3. Capital Cash Flow (CCF)

Este sería la suma de los flujos para los poseedores de la deuda más los flujos para los accionistas, donde el cash flow para los poseedores de la deuda estará compuesto por la suma de los intereses más las devoluciones del principal.

$$CCF = CFA + CFD = CFA + I - \Delta D$$

$$I = D \times K_d$$

Para poder calcular el valor de la empresa con este método, habría que obtener el valor actual de los flujos de capital, descontados al coste ponderado de los recursos antes de impuestos ( $WACC_{BT}$ ):

$$E + D = \text{valor actual [CCF; } WACC_{BT}] \quad \text{donde} \quad WACC_{BT} = \frac{E K_e + D K_d}{E + D}$$

## **BLOQUE 3 - Un posible caso práctico: fusión de dos entidades financieras<sup>31</sup>**

### **3.1. Introducción**

El sistema financiero español y europeo se encuentra en una fase de concentración de entidades, motivado entre otras razones, por la unificación de la economía europea y la difícil situación económica actual que estamos atravesando. Este factor, entre otros, está generando una presión entre las entidades financieras para aumentar su tamaño, con el fin de obtener economías de escala y de alcance:

- Economías de escala mediante la reducción de costes por racionalización de los servicios centrales, racionalización de la red de sucursales, racionalización de los servicios operativos, optimización de las inversiones...
- Economías de alcance mediante la multiplicación de capacidades, posibilidad de desarrollar nuevos productos y servicios en menor plazo, posibilidad de ampliar su ámbito geográfico de actuación, optimización de las inversiones...

Además del tamaño, la fusión de dos entidades financieras podría dar lugar a otras ventajas adicionales con respecto a la situación de partida, como son:

- Un mayor nivel de servicio a los clientes actuales de estas dos entidades, que dispondrían de una red de sucursales mucho más amplia, pudiendo realizar sus operaciones desde cualquiera de ellas.
- Una mayor capacidad de desarrollo de nuevos productos y servicios para los clientes actuales y potenciales, derivados de la adición de capacidades complementarias en cada una de las entidades actuales.
- Mayor capacidad de especialización por segmento de cliente en el desarrollo de productos y servicios y en la atención comercial, derivado de una mayor masa de clientes que permitiría segmentarlos en grupos homogéneos de suficiente tamaño.

---

<sup>31</sup> En este bloque se toman como referencia, consideraciones y guía los apuntes elaborados por Antonio Grandío Dopico, Catedrático de la Escuela de Estudios Empresariales de la Universidad de A Coruña, colaborador habitual en los procesos de venta y reestructuración de las empresas gallegas y tutor de este trabajo.

- Un menor coste en términos relativos en el desarrollo de nuevos productos y servicios, por el aumento de negocio de la entidad resultante.
- Un menor coste de operación (en el plazo medio) derivado del carácter semifijo de estos costes y del aumento del volumen de negocio de la entidad resultante.
- Un mayor atractivo de la entidad resultante en el previsible marco de alianzas estratégicas en el sector.

### **3.2. Experiencias de procesos similares**

A pesar de las ventajas teóricas que suponen las fusiones bancarias, la experiencia de otras operaciones realizadas anteriormente, muestra que las ventajas de este tipo de fusiones se obtienen más en el medio y largo plazo que de forma inmediata. No obstante, una adecuada planificación del proceso de fusión puede reducir de forma sensible el período transitorio, y contribuir a obtener los objetivos propuestos en un período de tiempo relativamente corto.

Los principales elementos que contribuyen a la reducción de este proceso transitorio son los siguientes:

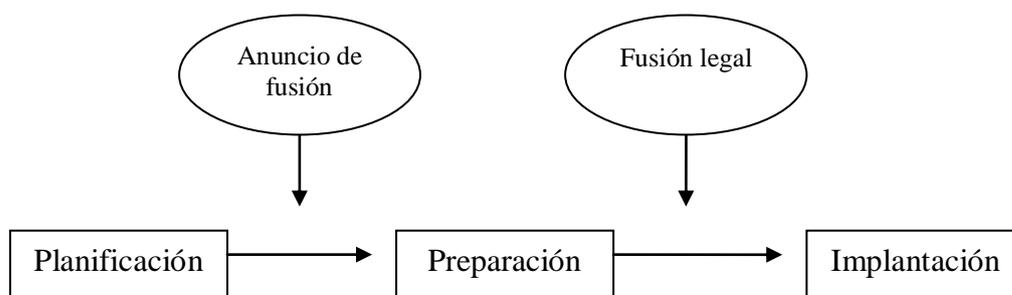
- Definición de la estructura organizativa del más alto nivel desde el principio, y mantenimiento estable de la misma:
  - Envía una clara señal a la organización.
  - Contribuye a empujar el proceso.
- Compromiso de la Alta Dirección con la fusión, lo que supone:
  - Probar la necesidad de la fusión y la viabilidad de la nueva institución.
  - Mantener abiertas comunicaciones e inspirar confianza ante el mercado y ante los empleados
- Toma de las decisiones difíciles desde el inicio del proceso, con el fin de:
  - Evitar retrasos, que sólo multiplican el problema.
  - Enviar señales claras a la organización.

- Definición desde el inicio de una estrategia de comunicación interna y externa para:
  - Evitar rumores y reducir la incertidumbre entre el personal.
  - Centralizar la información externa y reforzar la imagen de una única institución.
  
- Definición de prioridades desde el inicio, y creación de grupos de trabajo mixtos:
  - Aglutina los conocimientos.
  - Permite llegar hasta los últimos detalles.
  
- Aprovechamiento de los activos existentes en las entidades integradas, y propuesta de objetivos realistas en el proceso de integración:
  - Facilita y reduce el tiempo de preparación de la fusión
  - Asegura la operatividad de la nueva entidad al día siguiente de la fusión legal.
  
- Mantenimiento de la flexibilidad del proyecto: capacidad de modificar las prioridades y los procesos a medida que cambian las condiciones iniciales.
  
- Una vez realizada la fusión, establecimiento de unos pocos objetivos, claramente explicables, realistas y medibles, durante el primer año, con el fin de:
  - Ayudar a la organización y a su personal a enfocar bien los esfuerzos.
  - Reducir las incertidumbres y clarificar las expectativas.
  - Enviar una señal inequívoca de la organización.

Todo ello requiere una planificación muy detallada del proceso de integración, que parte de unas actividades previas a la comunicación pública de la fusión (planificación), unas actividades previas a la fusión legal (preparación), y unas actividades posteriores a la misma (implantación).

### 3.3. Procedimiento

De acuerdo con lo expuesto anteriormente, el proceso consta de tres grandes fases, cada una de ellas con una serie de actividades concretas en cada área funcional de la organización:



#### 3.3.1. Planificación<sup>32</sup>

- Justificación y valoración de la fusión.
  - Análisis de procesos similares.
  - Análisis de la evolución de entidades financieras segmentadas por tamaño.
  - Identificación y evaluación de las fuentes de creación de valor de la fusión.
- Benchmarking<sup>33</sup> interno y externo.
  - Comercial.
  - Operativo/Sistemas.
  - Organizativo/Personal.
- Valoración de las entidades fusionadas.
- Establecimiento de prioridades y objetivos de la fase de “preparación”.
- Definición de la estructura organizativa base y responsables.
- Definición de los Grupos de Trabajo.
- Definición de la estrategia de comunicación.
- Análisis jurídico.

---

<sup>32</sup> En el siguiente apartado desarrollaremos con más detalle esta fase del proceso.

<sup>33</sup> Es un proceso mediante el cual se recopila información y se obtienen nuevas ideas, a través de la comparación de aspectos de tu empresa con los líderes o los competidores más fuertes del mercado, es decir, es un punto de referencia sobre el cual las empresas comparan algunas de sus áreas.

### **3.3.2. Preparación**

- Nombramiento de los componentes y responsables de cada tipo de trabajo.
- Comunicación interna de los objetivos concretos de cada tipo de trabajo.
- Ejecución de los trabajos:
  - Integración operativa: sistemas, productos, procedimientos...
  - Integración comercial: productos, servicios, red...
  - Integración de personal.
  - Integración de marca e imagen.
  - Integración organizativa a niveles medios e inferiores.
  - Integración contable, legal y fiscal.
- Definición de objetivos año 1 y comunicación interna y externa.

### **3.3.3. Implantación**

- Desarrollo y ejecución de planes concretos:
  - Optimización organizativa.
  - Optimización comercial (segmentación, especialización, expansión...).
  - Optimización de sistemas y procesos.
  - Plan estratégico y de inversiones.
  - Implantación de imagen y marca.
- Seguimiento frecuente de los objetivos año 1 y comunicación interna y externa.
- Definición de objetivos para años posteriores.

### **3.4. Planificación de la fusión**

#### **3.4.1. Objetivos y conveniencia**

Los principales objetivos de esta fase son:

- Crear convencimiento a nivel de mercado, de la sociedad, y de la Alta Dirección de las entidades financieras sobre la conveniencia de la integración. Aunque este convencimiento se creará de forma posterior al anuncio de la fusión, la argumentación debe estar previamente definida.
- Definir y resolver los aspectos más críticos de la integración, principalmente en cuanto a la estructura organizativa básica y composición de la Alta Dirección de la entidad resultante, y en cuanto a la estrategia de comunicación.
- Asegurar que en el momento de la fusión legal, se han solucionado ya todos los aspectos pendientes de la integración, y que la nueva entidad se encuentra plenamente operativa al día siguiente.

La conveniencia de realizar esta fase de planificación con carácter previo a la comunicación de la integración se fundamenta en las siguientes razones:

- Prepara a la empresa para hacer frente de forma razonada y con argumentos sólidos a las opiniones contrarias al proceso que pueden provenir de diferentes ámbitos (público, empleados y directivos, sindicatos...).
- Facilita la comunicación interna y externa durante todas las fases del proyecto, y permite dosificar dicha información en función de los objetivos finales de la integración.
- Evita que determinados aspectos críticos, especialmente organizativos, incidan de forma negativa durante las fases de preparación e implantación de la integración.
- Facilita el desarrollo de la fase de preparación en varios aspectos:
  - Existencia de un equipo directivo ya definido y comprometido con el proceso.
  - Existencia de objetivos claros y delimitación de responsabilidades en la fase de preparación.

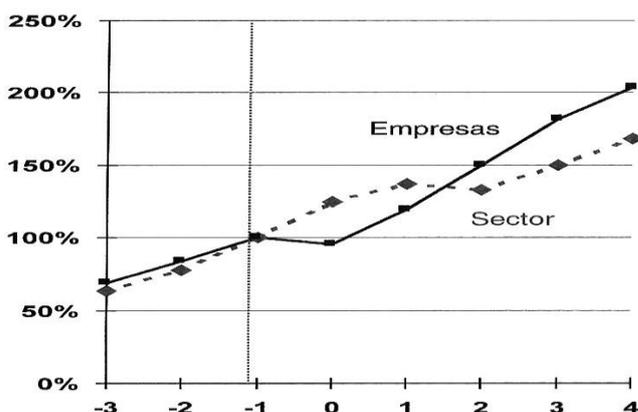
- Asegura la viabilidad jurídica de la integración antes de su comunicación externa.

### 3.4.2. Actividades de análisis

	Contribución a los objetivos de la planificación	Metodología
<b>Análisis de procesos similares</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Aporta una base empírica de los resultados de las fusiones anteriores, tanto en términos cualitativos como cuantitativos, que aporta argumentos razonados para la justificación de la fusión.</li> <li>- Identifica las principales fuentes de creación de valor de la fusión.</li> <li>- Permite fijar objetivos razonables para el proceso y para los primeros años de funcionamiento de la nueva empresa.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Selección de procesos a estudiar.</li> <li>- Definición de variables básicas de control: crecimiento de depósitos y de créditos, margen de intermediación, personal...</li> <li>- Estudio de la evolución de las variables, en comparación a la evolución del mercado.</li> </ul>
<b>Evolución por tamaño</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Aporta una base empírica de justificación de la fusión, en función de los diferentes tamaños de las empresas.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Definición de las variables básicas y segmentación de entidades.</li> <li>- Estudio comparativo de las variables básicas.</li> </ul>
<b>Evaluación de fuentes de creación de valor</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Aporta una valoración objetiva del resultado esperado de la fusión, y de sus principales componentes: creación de valor total = suma de creación de valor por los siguientes conceptos:                             <ul style="list-style-type: none"> <li>- Mayor eficacia y eficiencia comercial</li> <li>- Mayor eficacia y eficiencia organizativa</li> <li>- Menores costes de recursos, etc.</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Definición de variables básicas y segmentación de entidades.</li> <li>- Definición de las variables básicas que inciden en la creación de valor.</li> <li>- Definición de los niveles a alcanzar por la entidad resultante de la fusión en cada una de dichas variables.</li> </ul>
<b>Benchmarking</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Permite la valoración relativa de la eficiencia y la eficacia de las entidades implicadas en el proceso.</li> <li>- Permite identificar los activos de mayor valor a mantener en el proceso, de entre los existentes entre las empresas actuales, así como fijar objetivos, responsables y calendario del proceso de preparación e implantación.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Determinación de las variables críticas a estudiar en cada una de las áreas sobre las que se realiza el benchmarking.</li> <li>- Comparación de dichas variables: interna (entre las dos entidades) y externa (con otras entidades financieras líderes).</li> </ul>
<b>Valoración de las entidades fusionadas</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Define las participaciones relativas de las entidades iniciales en el banco resultante de la fusión.</li> <li>- Facilita la creación de los Órganos de Gobierno y de Dirección de la entidad resultante.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Descuento de flujos de caja libres de cada entidad.</li> <li>- Ratios y múltiplos derivados de cotizaciones en bolsa y transacciones recientes de las empresas comparables, adaptados a la situación de cada entidad.</li> </ul>

### 3.4.3. Ejemplo de análisis de fusiones en el sector asegurador

Evolución del volumen de primas (11 empresas: años -3 a 4)



Fuente: Bloomberg

Un caso diferente sería el del sector asegurador.

Los procesos de concentración empresarial en este sector, provocan una pérdida de cuota de mercado durante el año en que se produce la fusión, donde el crecimiento de las empresas inmersas en procesos de concentración es muy inferior al del sector (entre 18 y 30 puntos porcentuales).

Las razones de ello pueden ser:

- El proceso de fusión genera incertidumbre entre el personal, que limita el enfoque comercial
- El proceso de fusión exige una dedicación de esfuerzos (integración de productos, de sistemas...), que reduce el enfoque comercial.
- El proceso de fusión modifica los productos comercializados, y por tanto la formación del personal de venta.

Una vez finalizado el proceso, el crecimiento de las empresas resultantes de la integración es superior al de la media del sector. Al final del segundo año las empresas integradas ya han recuperado la pérdida inicial de cuota de mercado, y mantienen crecimientos superiores al sector hasta el final del cuarto año.

Esta situación se puede explicar por los siguientes motivos:

- Redefinición de objetivos después del proceso de integración, y como reacción a los deficientes resultados obtenidos durante el proceso.
- Mejora de los productos y rediseño de la red comercial.
- Mejora del conocimiento e imagen de marca.

## **BLOQUE 4 - Una alternativa para la mediana empresa gallega: El Mercado Alternativo Bursátil (MAB) y la experiencia de Altia**

### **4.1. El mercado alternativo bursátil (MAB)**

El MAB es un mercado dirigido a empresas de reducida capitalización que quieren expandirse, con una regulación diseñada específicamente para ellas y unos costes adaptados a sus características.

La principal característica de este mercado alternativo es su capacidad para diseñar las cosas a medida.

Lo que se pretende es adaptar al sistema empresas con un tamaño y etapa de desarrollo determinadas, con abundantes necesidades de financiación, y que pretenden mejorar su competitividad a través de este tipo de mercado.

Por tanto, ven este mercado como una alternativa de financiación para crecer y expandirse.

Para que este funcione, es necesaria la figura del *asesor registrado*, cuya función es ayudar a las empresas a que cumplan los requisitos de información.

Las compañías también dispondrán de la figura del *proveedor de liquidez*, que actuará de intermediario ayudando a la compañía a buscar la contrapartida necesaria para que la formación del precio de sus acciones sea lo más eficiente posible.

A pesar de todo esto, las empresas que coticen en el MAB, por su tamaño, tendrán unas características en cuanto a liquidez y riesgo diferentes a las que cotizan en el mercado bursátil.

Sus características principales son:

- Es un Sistema de Negociación operado por las Bolsas (SMN).
- Está promovido por BME (Bolsas y Mercados Españoles) y supervisado por la CNMV.
- Se utiliza para valores de la Unión Europea y Latinoamérica.
- Es utilizado por inversores institucionales y particulares.
- Proporciona financiación, visibilidad, liquidez y valoración.

- Utiliza un régimen de información y contratación adaptado a las características de cada tipo de empresa.
- Es una forma de lanzamiento hacia la Bolsa para las empresas que alcancen la dimensión adecuada.

A 14 de mayo de 2014, este está compuesto por 22 empresas, cuya clasificación por sector y subsector se muestra en la siguiente tabla:

**Tabla 9**

<b>Nombre Empresa</b>	<b>Sector</b>	<b>Subsector</b>
<b>INKEMIA IUCT GROUP, S.A.</b>	Bienes de Consumo	Productos Farmacéuticos
<b>AB-BIOTICS, S.A.</b>	Bienes de Consumo	Productos Farmacéuticos
<b>ALTIA CONSULTORES, S.A.</b>	Tecnología y Telecomunicaciones	Electrónica/Software
<b>BIONATURIS (BIOORGANIC RESEARCH SERV.)</b>	Bienes de Consumo	Productos Farmacéuticos
<b>BODACLICK, S.A.</b>	Servicios de Consumo	Medios Comunicación y Publicidad
<b>CARBURES EUROPE, S.A.</b>	Mat.Básicos/Industria/Construcción	Aeroespacial
<b>CATENON, S.A.</b>	Tecnología y Telecomunicaciones	Electrónica/Software
<b>COMMCENTER, S.A.</b>	Servicios de Consumo	Comercio
<b>EBOSS ENERGY, AD</b>	Mat.Básicos/Industria/Construcción	Ingeniería
<b>EUROESPES, S.A.</b>	Bienes de Consumo	Productos Farmacéuticos
<b>EURONA WIRELESS TELECOM, S.A.</b>	Tecnología y Telecomunicaciones	Telecomunicaciones
<b>GRÑÓ ECOLOGIC, S.A.</b>	Mat.Básicos/Industria/Construcción	Ingeniería
<b>IMAGINARIUM, S.A.</b>	Servicios de Consumo	Comercio
<b>LET'S GOWEX, S.A.</b>	Tecnología y Telecomunicaciones	Telecomunicaciones
<b>LUMAR NATURAL SEAFOOD, S.A.</b>	Bienes de Consumo	Bebidas y Alimentación
<b>MEDCOM TECH, S.A.</b>	Bienes de Consumo	Productos Farmacéuticos
<b>NEURON BIOPHARMA, S.A.</b>	Bienes de Consumo	Productos Farmacéuticos
<b>NPG TECHNOLOGY, S.A.</b>	Tecnología y Telecomunicaciones	Electrónica/Software
<b>SECUOYA GRUPO DE COMUNICACION, S.A.</b>	Servicios de Consumo	Medios Comunicación y Publicidad
<b>SUAVITAS, S.A.</b>	Servicios de Consumo	Otros Servicios
<b>WORLD WIDE WEB IBERCOM, S.A.</b>	Tecnología y Telecomunicaciones	Telecomunicaciones
<b>ZINKIA ENTERTAINMENT, S.A.</b>	Servicios de Consumo	Otros Servicios

Fuente: [www.bolsasymercados.es/mab](http://www.bolsasymercados.es/mab)

#### 4.2. Acceso al MAB

Las empresas que quieran incorporarse a este mercado deben ser sociedades anónimas, españolas o extranjeras, que tengan su capital social totalmente desembolsado y representado en anotaciones en cuenta, con libre transmisibilidad de sus acciones y que estén comercializando productos o servicios.

Estas tendrán que cumplir una serie de requisitos:

- *Transparencia*: Esto obligará a un cambio en la mentalidad de los accionistas, en los órganos de gobierno y en su forma de actuar.
- *Información*: Se debe proporcionar la información exigida por el MAB.
- *Asesor Registrado y Proveedor de Liquidez*: Las empresas deben elegir un asesor que les ayude tanto en la salida como durante la permanencia en el mercado, además de establecer un proveedor de liquidez que le ayude con la negociación.

La duración de este proceso será entre tres y seis meses.

Consta de una serie de etapas que serían:

- *Fase de decisión*: En esta etapa, la empresa tiene que tomar los acuerdos sociales necesarios para su incorporación al Mercado, designar un Asesor Registrado, revisar la situación de la empresa y diseñar la operación.
- *Solicitud de incorporación*: La compañía presentará ante el MAB la documentación que acredite el cumplimiento de los requisitos de incorporación y el Documento Informativo de incorporación.
- *Tramitación*: Se valorará la solicitud presentada por la empresa en el MAB, y si procede se decidirá su incorporación.
- *Incorporación*: El MAB publicará la incorporación en el Boletín de Cotización, asignará Código SIBE<sup>34</sup> y procederá a la inclusión en el Registro de Anotación en Cuenta.

---

<sup>34</sup> Es la plataforma electrónica para la negociación de valores de renta variable de las cuatro bolsas españolas.

### **4.3. Funcionamiento**

Partiendo de que el SIBE es la plataforma de contratación utilizada por el MAB, esta se hace mediante un sistema de fijación de precios a través de la interacción de la oferta y la demanda en dos períodos de subasta o “fixings” diarios. La Comisión de Supervisión del Mercado podrá decidir si alguno de los valores puede tener un período de mercado abierto (en función de su liquidez y difusión).

Para su funcionamiento, el sistema utiliza la doble petición de confirmación para órdenes a partir de determinado importe en cada valor y umbrales a partir de los cuales se deberá solicitar autorización a la Supervisión del Mercado.

Dadas las características de algunas compañías que pretenden formar parte del MAB, es necesaria la existencia del *proveedor de liquidez*, que proporcione liquidez a las compañías.

Este es una empresa de servicios de inversión o entidad de crédito, con quien la sociedad cotizada firma un contrato de liquidez, con el fin de favorecer la liquidez de las transacciones, conseguir una suficiente frecuencia de contratación y reducir las variaciones en el precio cuya causa no sea la propia tendencia del mercado.

Aún así, la Comisión de Supervisión del Mercado podrá eximir de la necesidad de provisión de liquidez a aquellas compañías que demuestren liquidez suficiente; mientras que el proveedor de liquidez actuará de manera totalmente independiente, sin influir de manera artificial en el precio o volumen de las transacciones.

Las entidades que actúen como proveedores de liquidez, serán publicadas en el Boletín del mercado.

### **4.4. Motivos por los cuales las empresas deciden formar parte del MAB**

Debido a la situación actual, las empresas españolas se enfrentan a una serie de retos en los próximos años como pueden ser: la notoriedad de marca, la profesionalización de la gestión, la innovación...y cada vez tienen mayores dificultades a la hora de obtener capital y liquidez.

Las empresas con planes de expansión en España no tenían acceso a un mercado de valores para conseguir financiación, por lo que alcanzar esos objetivos que pretendían era complicado. De ahí la creación del MAB.

Podrían enumerarse diversos motivos, pero los principales son los siguientes:

### **4.4.1. Prestigio y marca**

El estar cotizando en el MAB, proporciona a la empresa una mayor notoriedad, especialmente ante clientes y proveedores financieros.

A su vez, también generará publicidad positiva que potencia el prestigio y la imagen de marca de la empresa.

Este prestigio será reconocido tanto por inversores, como por los clientes y los proveedores, lo que generará una serie de beneficios para la empresa: refuerzo de la posición comercial, mejora de las relaciones con proveedores, clientes, bancos...

El interés de los analistas profesionales e inversores en la información sobre las empresas cotizadas da lugar a una mayor presencia en los medios, especialmente en prensa financiera.

Por tanto la imagen de la empresa mejorará por la continua publicidad que el mercado proporciona, ayudado en gran medida por los medios de comunicación.

### **4.4.2. Financiación de la empresa**

Una de las principales ventajas del MAB es que ayuda a obtener financiación a las empresas de reducida capitalización, con la transparencia y liquidez exigidas por parte de los inversores.

Una ampliación de capital por ejemplo, sería una forma idónea de obtener fondos para sostener la expansión de una empresa, ya que el MAB es un mercado propicio para obtener financiación mediante recursos propios para empresas en expansión.

Actualmente, el crecimiento continuo es uno de los principales objetivos de las empresas, ya que para que una gestión sea eficaz, además de buscar los recursos necesarios debe perseguir el equilibrio entre los fondos propios y ajenos; y una de las mejores formas para lograr esto es el mercado de valores.

#### **4.4.3. Valoración objetiva de la empresa**

El MAB, permite determinar el valor de la empresa, ya que en este caso será el mercado quien determine el precio de las acciones, al que se incorpora el precio de las expectativas de negocio. Esto quiere decir que las acciones de la compañía que se negocian en un mercado contarán con un valor objetivo (valor de mercado).

Al incorporar en el valor de las empresas las expectativas de crecimiento y de beneficios, permitirá diferenciar los precios de las operaciones que se llevan a cabo en los mercados, de aquellos que se llevan a cabo por otros métodos.

Además, estos precios servirán de referencia para los demás inversores, sean accionistas o no, de la compañía.

En aquellas compañías con gran capacidad de generación de negocio, el precio de colocación en el mercado puede ser muy superior al valor en libros de la empresa; incluso experimentar aumentos según se vayan superando las expectativas previstas.

Por todo ello la valoración del mercado supondrá una buena referencia para los gestores de la empresa a la hora de tomar decisiones.

#### **4.4.4. Liquidez para los accionistas**

Este es otro de los beneficios proporcionados por el MAB. Es una forma de generar liquidez para los inversores, convirtiendo en dinero sus acciones.

Además permitirá el acceso de la empresa a un amplio mercado de inversión, tanto nacional como internacional, que confía en el proyecto que representa la empresa y comparte con ella el objetivo de maximización del beneficio.

En algunas ocasiones, la salida de accionistas de la empresa puede coincidir con una transformación de la sociedad, pero la posibilidad de vender parte de las acciones en el mercado no significa perder el control de la empresa. Al contrario, el mercado facilitará su supervivencia.

En todos estos casos, el MAB ofrecerá una solución viable, aportando la liquidez necesaria para la parte que interesa colocar, a un precio de venta que el mercado establece en función de la situación de la empresa y del entorno económico.

A través del mercado, podrán entrar accionistas institucionales, tanto nacionales como extranjeros, o crear una base amplia de accionistas minoritarios.

## 4.5. Ejemplo: Altia<sup>35</sup>

### 4.5.1. Descripción de la empresa

Altia Consultores, S.A. es una sociedad mercantil anónima de duración indefinida y con domicilio social en A Coruña, Avenida del Pasaje 32, Bloque 1º,2º, con N.I.F. A-15456585.

En 2010, fue transformada en Sociedad Anónima, resultando el capital social en 118.800 euros, dividido en 1.980 acciones de 60 euros de valor nominal cada una. A Boxleo Tic, S.L.U. se le asignaron 1.979 acciones, mientras que a Constantino Fernández Pico se le asignó una acción.

Esta es una compañía independiente, de consultoría y prestación de servicios perteneciente al sector de las Tecnologías de la Información y Comunicaciones (TIC).

Fue fundada como “Altia Consultores, S.L”. en 1994 y en el mercado también se le ha identificado durante su existencia como “Altia”. Desarrolla proyectos para los siguientes sectores: Administraciones Públicas, Industria y Servicios, Telecomunicaciones y Servicios Financieros.

Altia está orientada principalmente a grandes clientes, es decir, aquellos que tienen un alto potencial de implantación de proyectos TIC, y a la realización de prestaciones de servicios a medida.

Según el artículo 2 de sus estatutos, el objeto social de la empresa es el siguiente:

“La Sociedad tendrá por objeto:

1. Servicios de asesoramiento y consultoría en materia de planificación tecnológica, calidad, organización y sistemas de información, mejora, racionalización y cambio de la gestión, seguridad y protección de la información y gestión de contingencias y mantenimiento del negocio.
2. Análisis, diseño, construcción, pruebas, integración, implantación y mantenimiento de sistemas de información en su más amplio sentido.

---

<sup>35</sup> Documento informativo de incorporación al MAB, segmento para empresas en expansión (MAB-EE) de las acciones de Altia Consultores S.A., Noviembre 2010

3. Servicios de puesta en funcionamiento, seguimiento, explotación, gestión y control de equipos y sistemas informáticos y de infraestructuras telemáticas.
4. Captura, grabación y gestión de datos por medios electrónicos, informáticos y telemáticos.
5. Actividades de formación presencial, a distancia u on-line en materia de planificación y organización tecnológica, seguridad informática, metodologías, análisis, diseño y programación y productos y soluciones propias o de terceros, incluyendo la preparación y distribución del material didáctico relacionado con dichas actividades de formación.
6. Gestión externa de todos o parte de los procesos informáticos de todo tipo de empresas e instituciones públicas y privadas.
7. Suministro, implantación, integración y mantenimiento de soluciones informáticas propias y de terceros, incluyendo la venta, cesión, licencia y arrendamiento de derechos de propiedad intelectual e industrial sobre el software de base o de aplicación.
8. Suministro, mantenimiento y reparación de infraestructuras e instalaciones tecnológicas tales como equipos de captura, procesamiento, almacenamiento, transmisión, recepción y reproducción de la información.

Las actividades integrantes del objeto social podrán realizarse total o parcialmente de modo indirecto mediante la titularidad de acciones o participaciones en sociedades de objeto idéntico o análogo.”

Actualmente Altia tiene clientes en todo el territorio nacional para los que realiza trabajos desde sus oficinas, situadas en: Galicia (Coruña, Santiago y Vigo), Madrid, Valladolid, Vitoria y Mérida.

Su estructura accionarial es la siguiente:

Nombre	Acciones	Importe (€)	Porcentaje (%)
Constantino Fernández Pico	1	60	0,05%
Boxleo TIC, S.L.U	1.979	118.740	99,95%
<b>Total</b>	<b>1.980</b>	<b>118.800</b>	<b>100%</b>

Fuente: Altia

#### 4.5.2. Razones por las que Altia decide entrar en el MAB

Las principales razones por las que Altia ha solicitado su incorporación al MAB podrían resumirse de la siguiente forma:

- Intenta aumentar los Fondos Propios de la Compañía para situarla en una posición ventajosa para poder llevar a cabo proyectos de mayor importancia y a su vez, tener la posibilidad de realizar alguna operación corporativa en el mercado español.
  
- El MAB es un posible canal de financiación para poder desarrollar negocios en el futuro.
  
- Permite aumentar la base de accionistas y proporcionar un nuevo mecanismo de liquidez y de valoración objetiva de las acciones.  
Esto puede ser de utilidad como contraprestación para posibles operaciones corporativas.
  
- Permite adquirir mayor notoriedad, mejorar la imagen de marca, obtener transparencia y solvencia, tanto para la comunidad inversora, como para futuros grandes clientes. De esta forma le permite a la empresa mejorar las relaciones ya existentes y se crear otras nuevas, para facilitar futuros planes de expansión en un mercado abierto.
  
- Supone una aceleración en el desarrollo de las líneas de negocio y de los servicios de valor añadido, impulsando las políticas de I+D+I para conseguir una mayor eficiencia, flexibilidad y garantía para sus servicios.
  
- El formar parte del MAB, implica estar en posesión de valores cotizados, los cuales son necesarios para fidelizar clientes y personal.

### 4.5.3. Información relativa a las acciones

Para hacer más fácil la difusión de las acciones de la sociedad, y para llevar a cabo la solicitud de admisión en el MAB de las acciones de Altia, la Junta General Universal y Extraordinaria de accionistas, el 29 de octubre de 2010 acordó reducir el valor nominal de las acciones de la Sociedad de 60 a 0,02 euros por acción, a través del desdoblamiento de cada una de las acciones en circulación en ese momento, en la proporción de 3.000 acciones nuevas por cada acción antigua, sin que se produjera ninguna variación en la cifra del capital social de la Sociedad.

Por tanto, el capital social de Altia Consultores, S.A., se cifró en 118.000 euros, representado por 5.940.000 acciones de 0,02 euros de valor nominal cada una de ellas. Todas ellas suscritas y totalmente desembolsadas.

La Junta General de la Compañía celebrada el 30 de junio de 2010 acordó solicitar la incorporación de la Sociedad al Mercado Alternativo Bursátil en el segmento de Empresas en Expansión. Además acordó por unanimidad facultar a los Consejeros D. Constantino Fernández Pico, D. Ignacio Cabanas López y D. Manuel Gómez-Reino Cachafeiro, para que ejecutasen en su más amplio sentido los acuerdos de salida al MAB, llevando a cabo todas las gestiones y tramitaciones que fuesen necesarias.

En la Junta general del 29 de octubre de 2010, se acordó realizar una oferta de suscripción de acciones dirigida a inversores cualificados y a inversores residentes de España que fueran a invertir un mínimo de 50.000 euros.

La totalidad de los accionistas de la empresa, en dicha Junta, renunciaron al derecho de suscripción preferente que les pudiera corresponder sobre las nuevas acciones.

El 29 de octubre de 2010 se acordó, un aumento del capital social de 21.000 euros, mediante la emisión y puesta en circulación de 1.050.000 nuevas acciones de una única clase con un nominal de 0,02 euros cada una, con las siguientes condiciones:

- Las acciones que se emitan deben estar destinadas a una Oferta de Suscripción dirigida a inversores cualificados e inversores residentes en España que realicen una suscripción mínima de 50.000 euros, en donde los accionistas actuales puedan renunciar al derecho de suscripción preferente.
- El tipo de emisión por acción será el que fije el Consejo de Administración.

- Se prevé la posibilidad de suscripción incompleta ante un aumento de capital.
  
- El desembolso del precio total de emisión de las nuevas acciones se realizará mediante aportaciones dinerarias, según indique el Consejo de Administración.
  
- Se solicitará la admisión en el Mercado Alternativo Bursátil para Empresas en Expansión de la totalidad de las acciones que se emitan en el acuerdo de aumento de capital, junto con las ya existentes, y deberá someterse a las normas que en ese momento y en futuro regulen la cotización de esas acciones y el funcionamiento de ese mercado.
  
- El acuerdo de aumento quedará sin efecto en el caso de que el 31 de diciembre de 2010 no se hubieran desembolsado las acciones nuevas emitidas a que se refiere este Acuerdo destinadas a la Oferta de Suscripción.
  
- Según el artículo 297.1.a) de la Ley de Sociedades de Capital se delega en el Consejo de Administración (con la posibilidad de que, a su vez, lo delegue en uno o varios de sus miembros) las facultades necesarias para señalar la fecha en que deba llevarse a efecto este acuerdo de aumento de capital y fijar las condiciones no previstas en este. También se delega en el Consejo de Administración, las facultades para fijar los términos y condiciones de la Oferta de Suscripción no previstos.

El 29 de octubre de 2010, el Consejo de Administración de la empresa se reunió para delegar las facultades concedidas por la Junta General de accionistas en Constantino Fernández Pico, Adela Pérez Verdugo, Manuel Gómez-Reino Cachafeiro, Ignacio Cabanas López y Ramón Costa Piñeiro, quienes podrán ejercer sus facultades de forma solidaria e indistinta.

Bankinter, S.A. actuó como entidad colocadora <sup>36</sup> y entidad agente de la operación, mientras que Mercavalor Sociedad de Valores, S.A. fue el proveedor de liquidez.

---

<sup>36</sup> Según el artículo R.D. 2590/1998, es toda aquella entidad que “medie, por cuenta del oferente, en la distribución al público de los valores, con o sin compromiso de aseguramiento o adquisición”.

El importe de la oferta de suscripción indicado anteriormente y el número de acciones ofrecidas a inversores en la oferta de suscripción, pudo verse reducido por acuerdo de la sociedad y la entidad colocadora, aunque en este caso no fue así.

Los destinatarios de la oferta fueron los siguientes:

Inversores cualificados residentes en España, según el artículo 39 del Real Decreto 1310/2005, del 4 de noviembre, en materia de admisión a negociación de valores en mercados secundarios oficiales, de ofertas públicas de venta o suscripción y del folleto exigible a estos efectos, a inversores cualificados residentes en otros países miembros de la Unión Europea y a inversores residentes en España que adquirieran un mínimo del 50.000 euros cada uno.

Esta no estaba dirigida a personas residentes en los Estados Unidos, ya que estas acciones no fueron registradas bajo la United States Securities Act <sup>37</sup> de 1933 ni aprobadas por la Securities Exchange Commission <sup>38</sup> ni por ninguna autoridad o agencia de los EEUU.

#### **4.5.4. Características y derechos de las acciones**

El régimen legal que se aplica es el incluido en el Real Decreto Legislativo 1/2010 del 2 de Julio.

Las acciones de la sociedad se representan a través de anotaciones en cuenta y la sociedad de gestión de los sistemas de registro, compensación y liquidación de valores (Iberclear), se encarga de los registros contables.

Estas están denominadas en euros. Las que son objeto de la oferta, son acciones ordinarias. Todas las acciones de la empresa tendrán los mismos derechos políticos y económicos.

Según el *artículo 7* de los estatutos sociales de la empresa, los socios disponen de los siguientes derechos:

---

<sup>37</sup> Ley de Valores aprobada en 1933 por el Congreso de los Estados Unidos, a raíz de la crisis bursátil de 1929 y durante la posterior Gran Depresión.

<sup>38</sup> Agencia del gobierno de los Estados Unidos que tiene la responsabilidad de hacer cumplir las leyes federales de los valores y regular su industria, los mercados financieros de la nación, así como las bolsas de valores, de opciones y otros mercados de valores electrónicos.

“Toda acción confiere a su titular legítimo la condición de socio y, en los términos y con las limitaciones establecidas en la ley y en estos estatutos, le atribuye especialmente los siguientes derechos:

- a) El de asistir y votar en las Juntas Generales.
- b) El de participar en el reparto de ganancias sociales y en el patrimonio resultante de la liquidación.
- c) El de suscripción preferente en la emisión de nuevas acciones.
- d) El de información.

Sin perjuicio de lo anterior, en las condiciones y con los límites establecidos en la Ley, la sociedad podrá emitir acciones sin voto”.

En consecuencia, las acciones que se ofrecen tienen derecho a participar en el reparto de las ganancias sociales y en el patrimonio resultante de la liquidación en las mismas condiciones que las restantes acciones en circulación y, al igual que las demás acciones que componen el capital social, no tienen derecho a percibir un dividendo mínimo por ser todas ellas ordinarias.

Las acciones ofrecidas darán derecho a participar en los dividendos que se acuerde repartir a partir de la fecha de admisión a negociación de las acciones en el MAB.

No obstante lo anterior, la futura política de distribución de dividendos y el importe que, en su caso, se apruebe distribuir, dependerá de varios factores, incluyendo, entre otros, los resultados de la Sociedad, su situación financiera, las necesidades de tesorería (incluyendo tanto la necesaria atención de los gastos operativos como el importe de las inversiones que en su caso se realicen) y cualesquiera otros factores que la sociedad considere relevantes en cada momento.

Los rendimientos que produzcan las acciones podrán ser hechos efectivos en la forma que para cada caso se anuncie, siendo el plazo de la prescripción del derecho a su cobro el establecido en el Código de Comercio, es decir de cinco años. El beneficiario de dicha prescripción será la sociedad.”

Todos los accionistas de Altia y la propia sociedad, se comprometieron con la entidad colocadora, a no transmitir acciones de la compañía y/u otros valores que den derecho a la adquisición de acciones y a no emitir acciones y/u otros valores que den derecho a la suscripción de acciones hasta una vez transcurridos 2 años, a contar desde la fecha de admisión a negociación de las acciones en el MAB.

Existe una excepción, y es que Altia en ese periodo de 2 años, podía poner acciones a disposición del proveedor de liquidez para permitir a este, hacer frente a los compromisos adquiridos con el contrato de liquidez.

Por otro lado, los accionistas podían:

- Adquirir acciones para ponerlas a disposición del proveedor de liquidez, según lo establecido en el contrato de liquidez.
- Dada la operación de reorganización de acciones por parte de los accionistas, se podían llevar a cabo operaciones con las acciones de la sociedad en favor de otra, siempre que la participación directa o indirecta de los accionistas en la sociedad no se viese alterada.

### **4.5.5. Previsiones estatutarias requeridas por la regulación del MAB. Requisitos para la exclusión de negociación en el MAB y cambios en el control de la sociedad**

El 30 de junio de 2010, Altia decidió por unanimidad aprobar sus estatutos sociales, donde aparecían los requisitos aplicables a la incorporación en el MAB, relativos a la obligación de comunicación de participaciones significativas<sup>39</sup> y pactos parasociales<sup>40</sup>, así como a los requisitos exigibles para la solicitud de exclusión de negociación en el MAB y a los cambios del control de la Sociedad.

El Artículo 6, sobre representación de las acciones, dice:

“Las acciones están representadas por medio de anotaciones en cuenta y se registrarán por lo dispuesto en las normas reguladoras del mercado de valores y las vigentes que sean aplicables”.

---

<sup>39</sup> Existen dos criterios en el concepto de participación significativa: un criterio referido a la posibilidad de ejercer una influencia notable sobre la entidad adquirida, y otro cuantitativo, consistente en la adquisición directa o indirecta de un determinado porcentaje sobre el capital o los derechos de voto de la entidad adquirida. Para homogenizar este concepto se establece por la Ley 5/2009 que la participación significativa surgirá al alcanzar al menos el 10% del capital social o de los derechos de voto de la entidad adquirida.

<sup>40</sup> Los pactos parasociales, (también denominados acuerdos extraestatutarios), son acuerdos contractuales entre los socios de una sociedad, cuyo objetivo es regular aquellos puntos que no están recogidos en los estatutos de la empresa.

Por otro lado, el Artículo 9, destinado al régimen de transmisión de las acciones, dice lo siguiente:

“En tanto en cuanto las acciones de la Sociedad estuviesen incorporadas en el sistema de negociación denominado Mercado Alternativo Bursátil se aplicarán las siguientes reglas especiales a la transmisión de acciones:

### I. Comunicación de participaciones significativas

El accionista estará obligado a comunicar a la Sociedad las adquisiciones de acciones, por cualquier título y directa o indirectamente, que determinen que su participación total alcance, supere o descienda del 10% del capital social y sucesivos múltiplos. Si el accionista es administrador o directivo de la Sociedad, esa obligación de comunicación se referirá al porcentaje del 1% del capital social y sucesivos múltiplos.

Las comunicaciones deberán realizarse al órgano o persona que la Sociedad haya designado al efecto y dentro del plazo máximo de los cuatro días hábiles siguientes a aquel en que se hubiera producido el hecho determinante de la comunicación.

La Sociedad dará publicidad a tales comunicaciones de acuerdo con las reglas del Mercado Alternativo Bursátil.

### II. Comunicación de pactos

El accionista estará obligado a comunicar a la Sociedad los pactos que suscriba, prorrogue o extinga y en virtud de los cuales se restrinja la transmisibilidad de las acciones de su propiedad o queden afectados los derechos de voto que le confieren.

Las comunicaciones deberán realizarse al órgano o persona que la Sociedad haya designado al efecto y dentro del plazo máximo de los cuatro días hábiles siguientes a aquel en que se hubiera producido el hecho determinante de la comunicación.

La Sociedad dará publicidad a tales comunicaciones de acuerdo con las reglas del Mercado Alternativo Bursátil.

### III. Transmisión en caso de cambio de control

El accionista que quiera adquirir una participación accionarial superior al 50% del capital social deberá realizar, al mismo tiempo, una oferta de compra dirigida, en las mismas condiciones, a la totalidad de los restantes accionistas.

El accionista que reciba, de un accionista o de un tercero, una oferta de compra de sus acciones, por cuyas condiciones de formulación, características del adquirente y restantes circunstancias concurrentes, deba razonablemente deducir que tiene por objeto atribuir al adquirente una participación accionarial superior al 50% del capital social, sólo podrá transmitir acciones que determinen que el adquirente supere el indicado porcentaje si el potencial adquirente le acredita que ha ofrecido a la totalidad de los accionistas la compra de sus acciones en las mismas condiciones.

### IV. Exclusión de negociación

En el caso en que la Junta General adopte un acuerdo de exclusión de negociación de sus acciones del Mercado Alternativo Bursátil que no estuviese respaldado por la totalidad de los accionistas, la Sociedad estará obligada a ofrecer a los accionistas que no hubieran votado a favor la adquisición de sus acciones al precio que resulte de la regulación de las ofertas públicas de adquisición de valores”.

#### **4.5.6. El proveedor de liquidez**

El 17 de noviembre de 2010, se firmó un contrato de liquidez con Mercavalor Sociedad de Valores, S.A., como ya se ha mencionado en el apartado anterior.

En él, Mercavalor se comprometía a ofrecer liquidez a los titulares de acciones de la sociedad a través de operaciones de compraventa de acciones de Altia en el mercado.

El proveedor de liquidez debe proporcionar contrapartida a las posiciones vendedoras y compradoras existentes en el mercado, en función de sus normas de contratación y dentro de sus horarios de negociación.

El emisor, en este caso Altia, y los accionistas, se comprometieron a poner a disposición de Mercavalor, una combinación de efectivo y de acciones por un valor conjunto de 400.000 euros y con una proporción del 50% de efectivo y del 50% de acciones, para

permitir que Mercavalor pudiera hacer frente a los compromisos adquiridos en el contrato de liquidez.

Este entró en vigor el día que se comenzó a negociar en el MAB las acciones de Altia, y permanecerá en vigor hasta que las acciones estén admitidas a negociación en el mercado.

Sin embargo, el contrato puede romperse por cualquiera de las partes, en caso de incumplimiento de las obligaciones pactadas, o por decisión unilateral de alguna de las partes, siempre y cuando se comunique a la otra parte con una antelación de 30 días.

### **4.5.7. Informe de valoración de la empresa**

Según el estudio de valoración realizado por Antonio Grandío Dopico (tutor de este trabajo) el 20 de diciembre de 2009 a la empresa Altia Consultores S.A., las conclusiones obtenidas fueron las siguientes:

El valor máximo que puede alcanzar una sociedad, depende de múltiples factores, hasta el punto de que el gestor puede condicionar ese valor en un rango de más/menos veinticinco por ciento. Además la evolución de la economía, la actividad de los fondos de capital riesgo o la escasez de oferta de los diferentes mercados entre otros factores también pueden condicionar este valor.

En este caso, se pudo establecer un rango de valor mínimo de ocho millones de euros y un rango de valor superior a diez millones de euros en función de la previsible evolución al alza de los mercados de fusiones y adquisiciones, y una vez que las condiciones de mercado mejoren.

Por tanto, en función de los ratios y comparaciones realizadas con empresas consideradas similares, el valor estimado de Altia el 30 de septiembre de 2009 fue de ocho millones de euros.

Para obtener este resultado, los puntos analizados fueron los siguientes:

- El posicionamiento general en relación con las empresas competidoras.
- Estacionalidad del negocio.
- Dependencia de los clientes claves. Participaciones del sector público y privado.

- Cualificación de la plantilla y grado de integración de los profesionales clave.
- Dependencia de concesiones administrativas.
- Patentes y marcas de I+D.
- Litigios y arbitrajes.
- Posibles riesgos de interrupción de la actividad.
- Situación fiscal.
- Situación laboral de la plantilla, ventajas de personal y pensiones.
- Inexistencia de conflictos y litigios pendientes.
- Evolución comparativa de la retribución del personal.
- Identificación y funciones de los administradores y altos directivos.
- Conjunto de intereses en la sociedad de los administradores y altos directivos.
- Restricciones estatutarias a la adquisición por terceros de participaciones en la sociedad.
- Participaciones significativas en el capital de la sociedad.
- Prestamistas de la sociedad.
- Clientes o suministradores significativos que influyen en la cuenta de resultados y provocan el crecimiento estacional de resultado coincidiendo con los últimos meses del ejercicio.
- Relación de la sociedad con sus auditores de cuentas.
- Estructura de costes y márgenes.

## Consideraciones finales y conclusiones

- En primer lugar, señalar que los procesos de fusiones y adquisiciones requieren una planificación adecuada y un conocimiento preciso de los conceptos y técnicas llevadas a cabo en este tipo de operaciones.

De ahí que este trabajo, empezara analizando desde un punto de vista teórico tanto conceptos como razones para posteriormente ver los procedimientos llevados a cabo por las empresas.

- A pesar de que existe un marco teórico común para este tipo de operaciones, hay que señalar, que cada una va tener unas características y unas circunstancias determinadas, por lo que todas ellas suelen ser únicas, y esto las diferenciará de las demás.
- Las empresas deben evitar basar sus decisiones de fusión o adquisición en factores de corto plazo, como el ahorro de costes, motivaciones de carácter personal o motivos especulativos, y centrarse más en hacer una investigación exhaustiva de la empresa a adquirir, analizar la situación en que se encuentra, y ver que consecuencias (tanto positivas como negativas) pueden resultar de estas operaciones, ya que no todas alcanzan el éxito esperado, y en algunas ocasiones en lugar de una solución, son un problema para la entidad resultante.
- Estas operaciones son uno de los principales instrumentos utilizados por las empresas para llevar a cabo el cambio estructural que creen necesario en un determinado momento, ya que: les permite aumentar su tamaño de manera rápida, son una oportunidad para poder alcanzar economías de escala y aumentar su capacidad innovadora, supone acceder a nuevos canales de ventas, nuevos mercados...Pero también pueden generar ciertos efectos negativos, como pueden ser limitar la libre competencia, y por consiguiente generar efectos negativos en términos de innovación, eficiencia y productividad; o bien, perjudicar a los consumidores, con mayores precios, menor calidad de los productos o menor capacidad de elección.

- El mercado actual requiere, en algunos sectores, una mayor dimensión. Un ejemplo claro de esto, es la adquisición de Azkar por el Grupo Dachser. Pero en otras fusiones y adquisiciones toman mayor relevancia los motivos enumerados en la introducción, como pueden ser el valor de la empresa, su rentabilidad o su dependencia de determinados clientes y proveedores entre otros.
- Con respecto a los métodos de valoración de empresas, señalar que los adecuados serán aquellos basados en el descuento de flujos de fondos. En este trabajo también se incluyen otros métodos, como son los basados en el balance y en múltiplos, ya que a pesar de ser considerados incorrectos, se siguen utilizando con frecuencia, y en muchos casos, pueden ser utilizados como aproximación o como contraste al valor obtenido por descuento de flujos.
- En relación al procedimiento a seguir para la posible fusión de dos entidades financieras mencionado en este trabajo, destacar que todas las posibles ventajas mencionadas, son esperadas en el medio y largo plazo, pudiéndose ver reducido este, siempre y cuando se realice una adecuada planificación del proceso de fusión, prestando especial atención a la estructura organizativa, a la toma de decisiones complicadas desde el inicio del proceso y al aprovechamiento de los activos existentes en las entidades integradas, teniendo claros en todo momento los objetivos marcados, y dejando un margen de flexibilidad ante posibles cambios de las condiciones iniciales.
- El capital riesgo en España, que ha sido muy activo en los años anteriores a la crisis, es previsible que vuelva a dinamizar los procesos de adquisición en un corto espacio de tiempo; de hecho, varios periódicos económicos ya han realizado esta previsión recientemente.
- La necesidad de financiación de las empresas, y las oportunidades de concentración, propiciarán la utilización del Mercado Alternativo Bursátil (MAB). Un buen ejemplo a este respecto es la salida al mercado de ALTIA y la posterior adquisición de la empresa madrileña Exis TI.

## Bibliografía

- Ashkenas R., De Mónaco L.J. y Francis S.C. (1998). Making the real deal: How GE Capital Integrates Acquisitions. *Harvard Business Review*, 76 (1): 108-178
- Breadly, R. y Meyers, S. (1998): “*Fundamentos de Financiación Empresarial*”. McGraw-Hill. Madrid
- Brillman, J. y Maire, C. (1990): “*Manual de Valoración de Empresas*”. Díaz de Santos. Madrid
- Cuervo, A. (1999). “Razones para las fusiones y adquisiciones: factores organizativos y factores no explícitos como determinantes del éxito”. *Economistas* nº82, pág.22
- Fernández, P. (2008): “*Métodos de valoración de empresas*”. Documento de investigación DI-771, noviembre 2008, pág.15-21
- Fernández, P. (2004). “*Valoración de empresas*”. Gestión 2000. Barcelona
- Gilson, R., Scholes, M. y Wolfson, M.(1988): “Taxation and the Dynamics of Corporate Control: The Uncertain Case for Tax-Motivated Acquisitions” en Coffee, J., Lowenstein, L., y Ackerman, S.: *Knights, Raiders and Targets*.Oxford University Press, Nueva York, págs. 273-299
- Higin, R. y Schall, L. (1975): “*Corporate Bankruptcy and Conglomerate Mergers*”. *Journal of Finances*, 30 de marzo, págs. 93-113
- López F. y Luna, W. (2001): “*Valoración de empresas en la práctica*”. McGraw-Hill. Madrid
- McCann J.E. y Gilkey R. (1990). “*Fusiones y adquisiciones de empresas*”. Díaz de Santos. Madrid
- Mascareñas, J. (2005). “*Fusiones y adquisiciones de empresa*”. McGraw-Hill. Madrid

- Mascareñas, J. (1999): *“Innovación financiera. Aplicaciones para la gestión empresarial”*. McGraw-Hill. Madrid
- Bueno, P. y Tápies, J. 2007. *Revista de Antiguos Alumnos. IESE*. Enero – Marzo
- Palacín, M.J. (1997): *“El mercado de control de empresas: El caso español”*. Ariel. Barcelona
- Parrino, L., College, B. y Harris, R.: “Takeovers, Management Replacement and Post-Acquisition Operating Performance: Evidence from the 1980s”. *Journal of Applied Corporate Finance* 11, pág. 88-97
- Suárez, Andrés (1999): *“Decisiones Óptimas de Inversión y Financiación en la Empresa”*. Pirámide. Madrid
- Sudarsanam, P.S. (1996). *“La esencia de las fusiones y adquisiciones”*. Prentice-Hall Hispanoamericana. México
- Viñolas, P. y Adserá, X. (1997): *“Principios de valoración de empresas”*. Deusto. Bilbao
- Zozaya, N. (2007). *“Las fusiones y adquisiciones como fórmula de crecimiento empresarial”*. Madrid

### Enlaces

[www.altia.es](http://www.altia.es)

[www.bloomberg.es](http://www.bloomberg.es)

[www.bolsasymercados.es/mab](http://www.bolsasymercados.es/mab)

[www.morningstar.es](http://www.morningstar.es)

