



UNIVERSIDAD NACIONAL EXPERIMENTAL POLITÉCNICA  
"ANTONIO JOSÉ DE SUCRE"  
VICE-RECTORADO PUERTO ORDAZ  
DEPARTAMENTO DE INGENIERÍA INDUSTRIAL  
INGENIERÍA FINANCIERA

# **FUNDAMENTOS DE VALORACIÓN DE EMPRESAS**



**Profesor:**

MSc. Ing. Iván Turmero

**Alumnos:**

Becerra Carlos  
Rangel Bertyimar  
Reyes Luís  
Rollins Yanethsy  
Taly Renia

CIUDAD GUAYANA, JUNIO 2015

# INTRODUCCIÓN

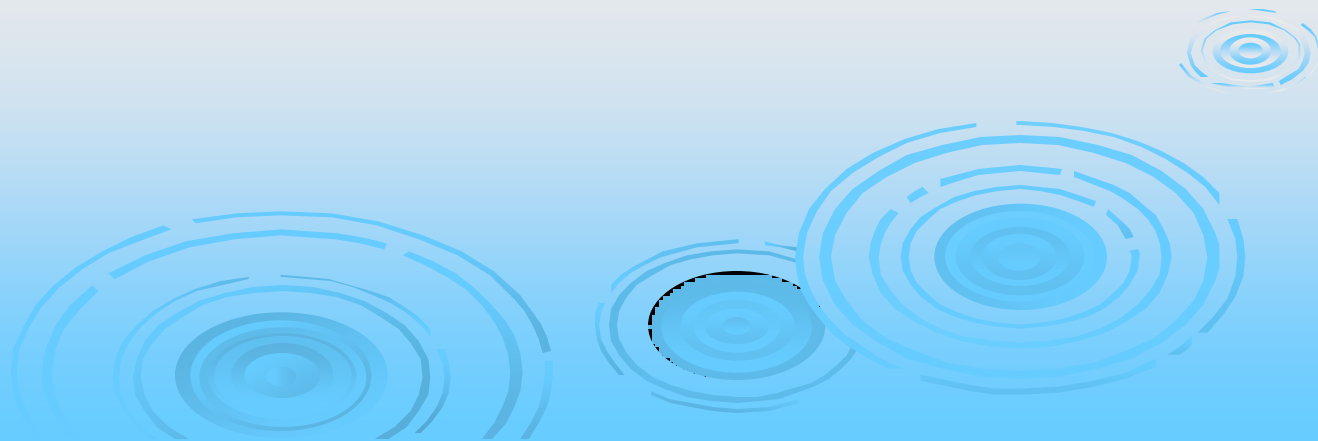
El presente trabajo se centra exclusivamente en aquella valoración que es susceptible de formar precios, la valoración en unidades monetarias, el ámbito de este trabajo está limitado a lo que es importante y además cuantificable.

La valoración de activos y empresas es un tema trascendental en el mundo empresarial, con una paralela importancia cada vez mayor en el ámbito académico de la economía de la Empresa.



# PARTE I

## FUNDAMENTO TEÓRICO



# CAPÍTULO I

## LA VALORACIÓN FINANCIERA DE LA EMPRESA



### Objetivo de la Empresa y su Aspecto Financiero

Los objetivos de una empresa son los que le permite conocer en que se basa y el fin de ella misma. Los agentes interesados en la valoración de empresas suelen ser, a su vez, otras empresas con motivaciones concretas, en relación con la empresa adquirida o enajenada, absorbida

**Objetivo teórico,  
independiente del  
modelo capitalista:**



Las empresas son unidades de producción según la teoría de la ingeniería económica, por tanto, se puede formular como objetivo de la empresa la fabricación de bienes o la realización de servicios, según el sector en que opere.

**Objetivo clásico,  
Maximización del  
beneficio:**

Las empresas maximizan el beneficio, y el objetivo de la economía de la empresa coincide con los objetivos de las empresas lo cual es muy discutible.





## Objetivos Múltiples de la Empresa



### La Teoría de la Dirección

Existe un poder que intenta imponer sus objetivos, los directivos, de forma que los demás grupos de intereses actúan como restricciones a esos objetivos. Se toman “por objetivos más próximos a los directivos.



### La Teoría de la Organización

Habla de los intereses de cada grupo de presión su poder relativo dentro de la empresa. Cada grupo obtendría la “satisfacción” de sus objetivos, de forma que seguirían interesados en la empresa.



## Objetivos Financieros de la Empresa

La teoría que identifican con los intereses de sus propietarios, los accionistas. Se defiende la idea de que este valor es reflejo de las estimaciones sobre los beneficios a largo plazo realizadas por los agentes de los mercados financieros.



## VALOR, PRECIO Y EXCEDENTE DE LAS PARTES

El valor, a grandes rasgos, es una idea que se tiene acerca del precio que se puede pedir u ofrecer por algo. El precio es el producto de una relación de fuerzas entre dos o más estimaciones del valor de una cosa.



## PRECIO Y CONTEXTO DE LAS TRANSACCIONES

El precio final de la transacción ha de depender de la situación coyuntural en que se encuentra la empresa, de la información disponible para las partes y del tipo de operación de que se trate (compraventa de negocio, intercambio de acciones, cambios de propietarios, en sus distintas modalidades, fusión, absorción, etc.).

## IMPORTANCIA DE LA INFORMACIÓN EN LA VALORACIÓN DE EMPRESAS

La escasez y el coste de la información es la principal causa de imperfección en los mercados y la consecuencia, a su vez, de imperfecciones en los mercados en que dicha información se adquiere.



# CAPÍTULO II

## LA VALORACIÓN DE ACTIVO

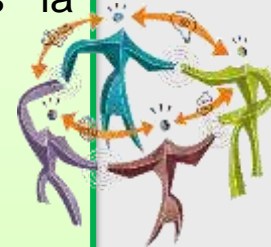


### Limitaciones del Valor Teórico o Contable

Una de las fuente de información más inmediatas en los que se respecta a los recursos económicos y financiero con que cuenta una empresa, es la contabilidad

### La Importancia de los Intangibles

La valoración de una empresa, por el lado del activo, es el principal punto al tratarse de elementos cuyo valor fuera de la empresa decrece o incluso se anula. Esto respectivamente carece de mercados, dado que el conjunto de la empresa tampoco tiene un mercado donde comparar precios.



### Métodos de Valoración Estáticos

Aparte del análisis fundamental, se pueden utilizar modelos de valoración estáticos para determinar el importe de los capitales propios, mediante valoraciones parciales y la posterior suma algebraica de masas patrimoniales





## LA RATIO PER Y EL PAYBACK



Es una de las medidas de valoración más utilizadas, debido a su facilidad de cálculo, aunque el establecimiento de las dos magnitudes que definen la ratio es susceptible de dificultad.

## INTRODUCCIÓN AL MERCADO DE VALORES LA TASA “Q” DE TOBIN



**James Tobin** (1918), economista y político estadounidense, premio Nobel de Ciencias Económicas en 1981 midió la relación entre el valor de los pasivos y el valor de los activos de la empresa.



# CAPÍTULO III

## LA VALORACIÓN DE ACCIONES



La valoración de acción nos ofrece una cuantificación de la totalidad del activo de la empresa o bien únicamente del patrimonio neto, según se prefiera, con sólo deducir el valor correspondiente del pasivo exigible. Con los métodos dinámicos, tratamos más bien de valorar la empresa a través de su pasivo y también es posible calcular la cotización o valor de mercado del pasivo total o, de forma separada, el de los recursos propios.

## VALORACIÓN POR DESCUENTO DE FLUJOS. EL “PRINCIPIO FUNDAMENTAL”

La actualización o descuento de los flujos económicos futuros se denomina valoración dinámica, porque no atienden a la situación patrimonial en un determinado momento, sino a una sucesión una variable flujo o renta en un periodo.

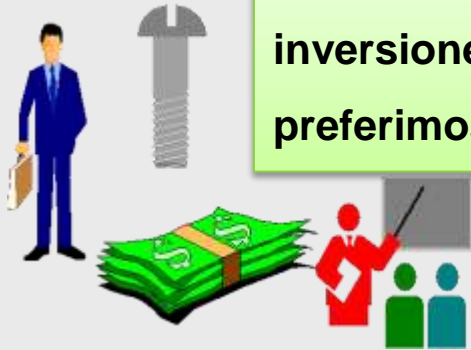


**Accionistas de control:** Participación mayoritaria y vocación de permanencia.

**Accionistas de especulación:** Participación esporádica y minoritaria.



## MODELO FACTOR DE CONVERSIÓN



El factor de conversión, supuestas una rentabilidad esperada de las inversiones y una tasa de descuento constante, nos informará acerca de si preferimos corregir dicho valor estático por exceso o por defecto.

## MODELO DE LAS OPORTUNIDADES DE INVERSIÓN

Este modelo es perfecto, desde el punto de vista teórico, siempre que se puede aplicar, será preferible a cualquier otro, pero debido a los motivos que más abajo se apuntan, no suele ser aplicable más que por una de las partes, que es precisamente la que dispone de menos información con respecto a las variables que necesita cuantificar.



## FORMULACIÓN CLÁSICA Y MODERNA. ANÁLISIS COMPARATIVO

Existen modelos de valoración que combinan formulaciones estáticas y dinámicas, entre ellos, la denominada “formulación clásica” o “método indirecto” y la “formulación moderna” o “método directo”.





# CAPÍTULO IV



## VALORACIÓN DEL PASIVO EXIBIBLE

La inmensa mayoría de los pasivos de las empresas no están sujetos a cotización. En estos casos, la valoración no es fácil, pues se definiría como el importe que un tercero estaría dispuesto a pagar a nuestro acreedor para subrogarse en su crédito, descontando los gastos de formalización que fueran necesarios.

## PECURALIDADES DE LA RENTA FIJA



En lo que respecta a los títulos valores, sus poseedores son acreedores, de la empresa y no propietarios, como ocurre con las acciones.



$$P_0 = \sum_{i=1}^{vmto} \frac{Cupón}{(1 + k_{PE})^i} + \frac{Amción}{(1 + k_{PE})^{vmto}}$$



## VALORACIÓN DE DEUDAS E INFLACIÓN

Tanto los títulos de renta fija como otros tipos de deudas pueden tener los intereses o incluso el principal indicados, como ya se explicó, para atenuar los efectos de la inflación en el valor actual de los desembolsos futuros y del pasivo en sí. De forma análoga, para compensar el riesgo de variabilidad del interés de descuento, los tipos pactados pueden ser, totalmente o en parte, dependientes de tasas de interés calculadas diaria-mente en mercados organizados. Estos intereses de referencia suelen ser los tipos interbancarios o el interés de la deuda pública. Normalmente, se fija como interés del préstamo o empréstito el propio tipo de referencia más un diferencial (*spread*).

$$V_{PE} = \sum_{t=1}^n \frac{K_{PE} \times V_t}{[(1+k)(1+g)]^t} + \sum_{t=1}^n \frac{C.A.F._t}{[(1+k)(1+g)]^t}$$

## VALORACIÓN DE DEUDAS Y RIESGO DE CAMBIO

Dado que a la empresa le interesa mantener estable el valor de sus acciones en el mercado, a veces prefiere emitir 'eurobonos', es decir, títulos en divisa distinta de la doméstica, bien porque considere que dicha moneda tiene un valor más estable o menor tasa de inflación, bien porque pueda obtener un menor tipo de interés o bien porque dichos intereses serán satisfechos con flujos de caja en la misma moneda, derivados de la exportación o de negocios en el extranjero.

## VALORACIÓN DE DEUDAS A INTERES VARIABLE

Tanto los títulos de renta fija como otros tipos de deudas pueden tener los intereses o incluso el principal indicados, como ya se explicó, para atenuar los efectos de la inflación en el valor actual de los desembolsos futuros y del pasivo en sí. De forma análoga, para compensar el riesgo de variabilidad del interés de descuento, los tipos pactados pueden ser, totalmente o en parte, dependientes de tasas de interés calculadas diaria-mente en mercados organizados. Estos intereses de referencia suelen ser los tipos interbancarios o el interés de la deuda pública. Normalmente, se fija como interés del préstamo o empréstito el propio tipo de referencia más un diferencial (*spread*).

$$V_{PE} = \sum_{t=1}^n \frac{(k + Sp) \times V_t}{(1 + k)^t} + \sum_{t=1}^n \frac{C.A.F._t}{(1 + k)^t}$$

$$V_{PE} = \frac{\sum_{T=1}^n (k + Sp) \times V_R + V_R}{(1 + k)^n} = \frac{(k + Sp + 1)^n \times V_R}{(1 + k)^n}$$

Siendo “*Sp*” el *spread*, la variabilidad del interés nominal será similar a la de la tasa de descuento. Esto se ve claramente en caso de un bono cupón cero.

Donde  $V_R$  es el valor de reembolso. En la medida en que el *spread* se reduzca, el valor del empréstito tenderá a coincidir con el valor de reembolso.

# CAPÍTULO V



## ESTRUCTURA DE LA FINANCIERA Y VALOR DE LA EMPRESA

### 1. CONCEPTOS PREVIOS

- **Estructura financiera:** se conoce como también estructura de capital o pasivo. Es la composición del pasivo, más concretamente, presenta dos modalidades, aunque ambas se pueden poner en relación entre sí.

- **Valor de la empresa:** Se han utilizado dos acepciones totalmente distintas y, a menudo, en los manuales y otros textos no es fácil suponer a cuál de ellas nos estamos refiriendo.

$V = RP$  para el accionista

$V = RP + PE$  para accionistas y acreedores

$$L_1 = \frac{PE}{RP}$$

$$L_2 = \frac{RP}{A} = \frac{L_1}{L_1 + 1}$$

CAMINO AL  
LOGRO DE  
OBJETIVOS



Las restricciones que se relacionan a continuación son las que se han asumido en los primeros trabajos sobre estructura financiera y valor de la empresa:

- Todo el capital propio está formado por acciones.
- Todo el capital ajeno está formado por obligaciones. Esta hipótesis elimina el racionamiento del crédito y otras imperfecciones de los mercados de capitales.
- Mercados financieros perfectos.
- No existen resultados extraordinarios. Este enunciado acepta la concepción del beneficio ordinario de la empresa como una retribución de factores productivos.

## 2. APALANCAMIENTO Y RIESGO FINANCIERO

**Apalancamiento:** Se usa como sinónimo de endeudamiento, pero es más bien un efecto de éste. Es apalancada aquella operación en la que se obtiene apoyo financiero de otro agente (normalmente, un acreedor) para realizar una inversión.

**Apalancamiento financiero:** La **rentabilidad financiera** o rentabilidad del accionista ( $r_f$ ) equivale a la **rentabilidad económica** o del negocio del que es propietario ( $R_e$ ), más un margen obtenido del apoyo de un acreedor a quien de retribuye con un **interés** ( $K_{PE}$ ). En este caso, la medida de la aportación de dicho acreedor es el ratio de endeudamiento  $L_1$ ,

$$r_f = R_e + (R_e - K_{PE}) \frac{PE}{RP} \quad (1)$$

... donde

$$K_{PE} = \frac{CF}{PE}$$

$$r_f \geq K_{CF}$$

$$R_e \geq K_e$$

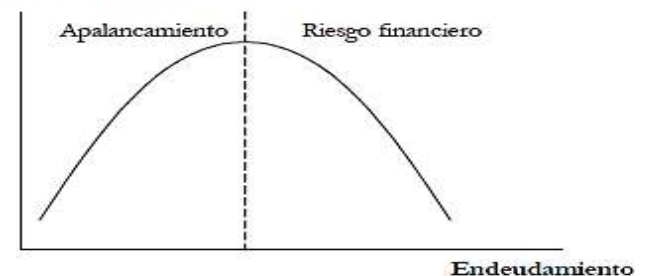
**Riesgo económico:** Variabilidad en el beneficio derivada de la estructura económica.

**Otros riesgos:** Se pueden asumir riesgos extraordinarios o riesgos políticos y riesgos por diferencias de cambio

**Prima de riesgo (p):** Incremento en la retribución exigida por los agentes aportantes de fondos

**Riesgo financiero:** Variabilidad en el beneficio

Rentabilidad financiera



Grafica de apalancamiento y riesgo financiero.

### 3. LA POSICIÓN RE Y LA PROPUESTA DE MODIGLIANI Y MILLER.

Le dieron fundamento teórico *Franco Modigliani* y *Merton Miller* (M&M, 1958). Su teoría de la **irrelevancia** de la estructura financiera. El valor de la empresa sería independiente de la estructura financiera:



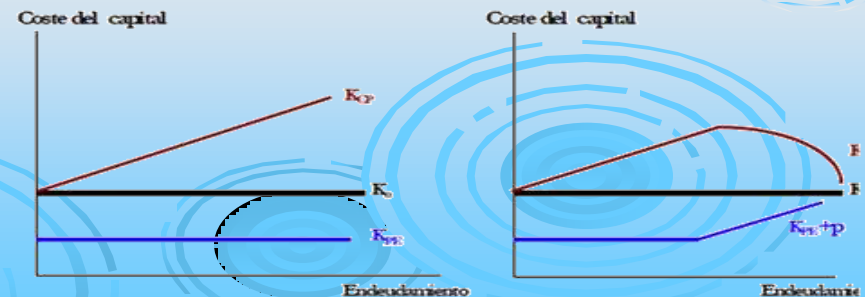
$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{B}{(1+k_0)^t} = \frac{B}{K_0} ; \text{ de donde } K_0 = \frac{B}{V} \quad (2)$$

La fórmula parte de la presunción de que...

- El beneficio esperado es constante para una duración ilimitada de la empresa.
- El **coste del capital** viene dado por el mercado de capitales (mercado perfecto).

$$K_0 = K_D \times \frac{PE}{A} + K_{CP} \times \frac{RP}{A} = K_D \times L_2 + K_{CP} \times (1 - L_2)$$

(3)



Posición RE

Teoría de M&M



## 4. LA POSICIÓN RN Y LA TESIS TRADICIONAL

Tradicionalmente, se consideraba probado que el nivel de endeudamiento influía en la cotización de la empresa.

En estos planteamientos consideramos que el valor de la empresa en el mercado depende del Resultado neto (RN) o resultado para el accionista

$$V = \frac{RN}{K_{CP}} + PE = \frac{B}{K_{CP}} + PE \left( 1 - \frac{K_{PE}}{K_{CP}} \right) \quad (4)$$



De esta fórmula resulta que el valor de la empresa depende directamente del endeudamiento y, por lo tanto, de la estructura financiera. Como en la formulación RE, aquí se supone que el coste de los capitales propios es mayor que el de los ajenos, por lo tanto, el coste medio estará comprendido entre ambos valores, para cualquier nivel de endeudamiento.



## 5. INTERACCIÓN ENTRE DECISIONES DE INVERSIÓN Y FINANCIACIÓN

Por lo general cuando se estudia la evaluación de proyectos de inversión no se suele tomar en cuenta riesgo económico y financiero, ya que estos son invariables. Otras de las cosas que suelen realizarse a la hora de hacer dicho estudio, son las siguientes:

- Se compara su rentabilidad con un hipotético coste de oportunidad.
- La rentabilidad viene dada por el mercado financiero.
- Se considera que dicho mercado fuera de competencia perfecta, vendría a coincidir con el coste de los pasivos.

La obtención de una estructura financiera de calidad puede verse influida directamente por unas series de factores como lo son:

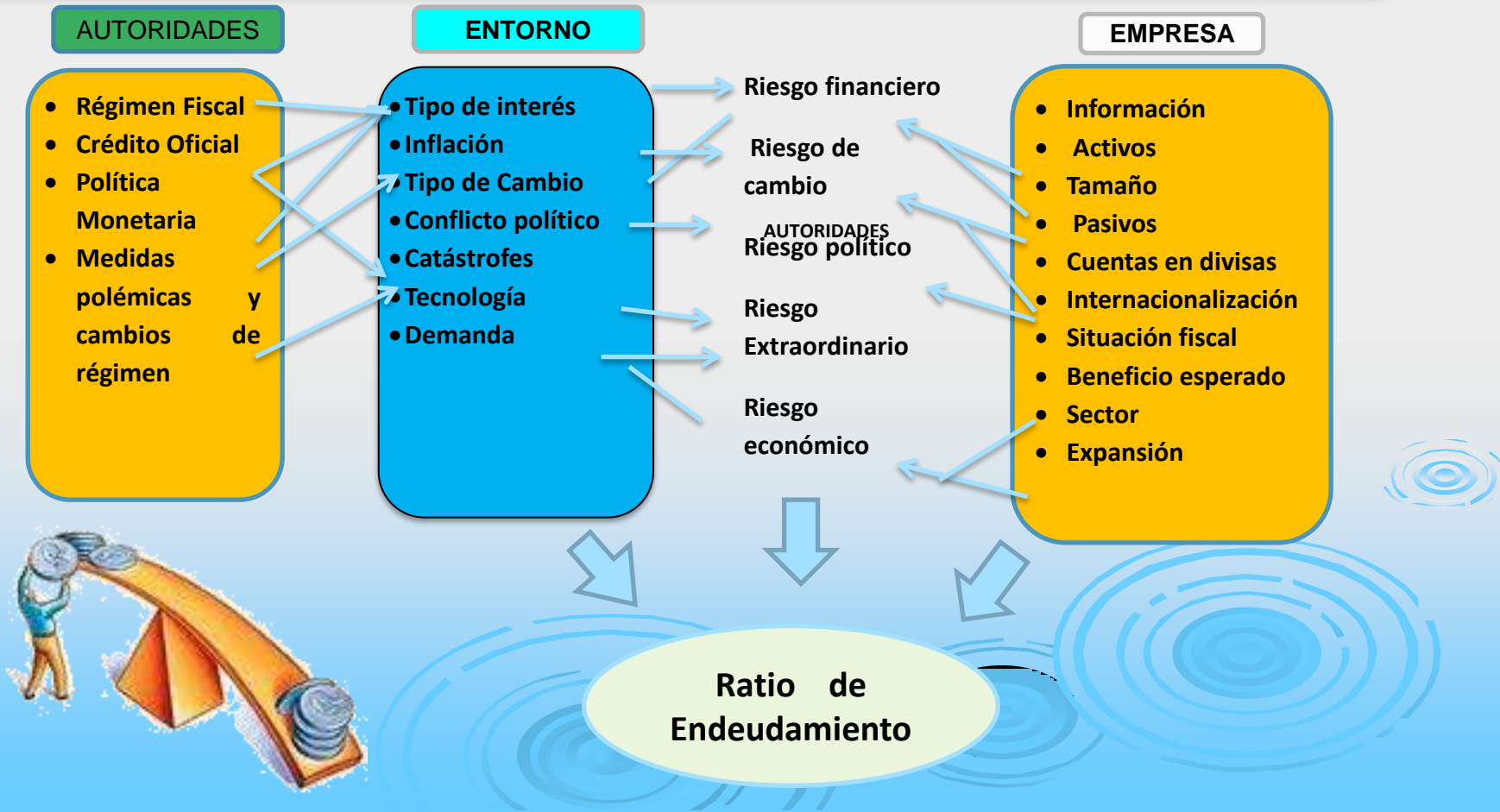
- las decisiones de inversión
- su rentabilidad prevista
- El riesgo atribuible a sus rendimientos.



## 6. FACTORES DETERMINANTES DE LA ESTRUCTURA FINANCIERA

Hay infinidad de estudios teóricos y empíricos entorno a los factores determinantes de la estructura financiera de las empresas, en distintos ámbitos geográficos, tamaños de empresas, sectores, etc.

### El ratio de endeudamiento, en función de los factores de riesgo



# CAPÍTULO V

## EFFECTOS DE LOS IMPUESTOS Y OTRAS VARIABLES

### 1. IMPUESTOS Y ESTRUCTURA FINANCIERA

Los impuestos son instrumento del Estado para dirigir la inversión y también una fuente financiera para el Estado y otros entes públicos.

Algunas de las innovaciones que introdujo esta ley son las siguientes:

- La base imponible del impuesto no coincide necesariamente con el resultado contable.
- Las pérdidas pueden compensarse con las bases imponibles positivas de los 7 años siguientes. Las de nueva creación podrán computar este plazo a partir del primer año con beneficios.
- Se eliminan las deducciones por inversión o por creación de empleo.
- Existen deducciones por inversiones que atiendan a determinadas finalidades: Empleo de minusválidos, formación profesional, actividades de interés cultural, investigación y desarrollo y fomento de las exportaciones.

### 2. EL EXTRAÑO CASO DE LAS SOCIEDADES 'HUCHA'

Se definen, de una forma simple como aquel tipo de empresas cuyo activo está formado, en su práctica totalidad, por disponibilidades. Las sociedades huchas no poseen ninguna actividad comercial o industrial, ni en nombre propio, ni a través de sociedades participadas; ni siquiera las empresas del sector financiero se pueden incluir en este tipo. El paradigma de sociedad hucha es el de la sociedad liquidada, pendiente de disolución y su razón de ser se fundamenta en motivos de tipo institucionalista

### 3. COSTES DE INSOLVENCIA FINANCIERA

La corrección de 1963 de M&M sigue sin conceder al riesgo financiero ningún efecto en el valor de la empresa, pero su modelo sería muy didáctico si se le añadiese un elemento negativo, dependiente del nivel de riesgo.

$$V = V_{MM} + t \times D - C(L)$$

Ese elemento se llama “coste de insolvencia financiera” y se define como la pérdida de valor que sufre la empresa por incrementar en determinada proporción su endeudamiento. Los costes de insolvencia pueden ser de varios tipos:

Costes de insolvencia	Explicitos	<i>Gastos financieros</i> <i>Honorarios / tasas judiciales</i> <i>Gastos administrativos</i>
	Implícitos	<i>Imagen, oportunidades</i> <i>Clasificación del riesgo</i> <i>etc</i>

### 4. AUTOFINANCIACIÓN Y POLÍTICA DE DIVIDENDO

Aunque es difícil determinar el impacto sobre el valor de la empresa, hoy se otorga bastante importancia a la política de dividendos y su relación con las cotizaciones.

Se argumenta que el beneficio es susceptible de maquillaje y que, debido a ello, los inversores desconfían de los resultados contables. El reparto de dividendos, en cambio, suele atender a una política estable, debido a la necesidad de mantener la cotización de los títulos sin grandes fluctuaciones.

## 5. EL MODELO DEL BENEFICIO Y SU EXPRESIÓN SIMPLIFICADA

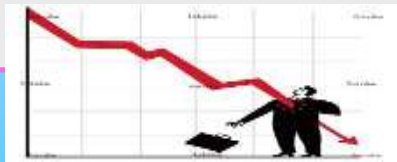
El modelo del beneficio parte del principio fundamental de la valoración y se basa en la consideración de que puede existir expansión en el importe de las inversiones. Supongamos que el incremento de la inversión se financia conjuntamente con las reservas del año precedente y mediante una ampliación de capital, cuyas acciones quedarán valoradas al precio posterior a la emisión.

## 6. EL MODELO DE CRECIMIENTO DE GORDON

La rentabilidad de las inversiones incrementales es decreciente, lo que explica que el accionista pueda preferir una parte en metálico, que preferirá invertir en el mercado, antes que en la empresa. El modelo parte de la consideración de que el valor intrínseco de la empresa vendría dado por la reinversión de beneficios que se realiza y, por lo tanto, de la política de reservas.

## 7. OTROS TRABAJOS SOBRE POLÍTICA DE DIVIDENDOS

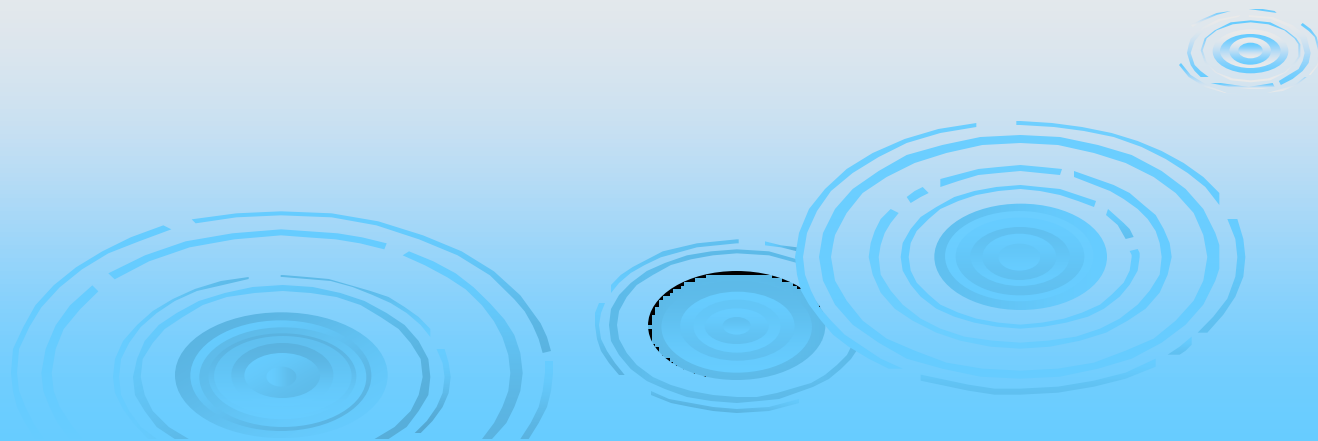
Veremos únicamente dos ejemplos que se caracterizan por no guardar mucha relación con todo lo anterior. *Durand* plantea un modelo para empresas del sector bancario, en una investigación encargada por éstas y encuentra como mejor ajuste el exponencial (modelo multiplicativo),





# **PARTE II**

## **ESCENARIOS EN LA PRÁCTICA DE LA VALORACIÓN**



# CAPÍTULO VII

## LA NEGOCIACIÓN PRIVADA

### ESPECIALIDADES DEL PROCESO VALORATIVO



El pacto privado es el paso previo a la contratación de una compraventa de empresa o de una relación significativa de su capital, cuando no intercede ningún ente moderador, ni existe otra maniobra similar con la que contrastar, en la propia empresa o en otra.



# PROCESO VALORATIVO

En la negociación, las partes pueden hábilmente hacer valer otros argumentos que el experto no va a utilizar en su estimación del valor pero que, presentados con objetividad y sin pretensiones irrazonables, permiten obtener un precio de negociación superior al valor de peritación. Además, ambas partes incurrirán en costes de transacción de dos tipos:



## • Costes de información:

Las tipologías internas de la empresa y las del vendedor le son más conocidas a éste. Las insuficiencias del comprador y sus posibilidades de financiación, así como algunos datos del medio le son a él más conocidos. A intervalos, la otra parte se puede acercar a esa información pagando a terceros.



## • Costes de negociación:

En aquellas síntesis en las que la información sea inexistente o inmoderada, las incidencias de la negociación darán algunas huellas o indicios y se promoverán a suplantar los altos costes de información pagando a negociadores o devengando dietas y viajes, nombrando árbitros, etc.

# PROCESO VALORATIVO

El mercado de las compraventas de empresa es un mercado muy imperceptible. Algunas sociedades de movimientos altamente especializadas sólo comprometerán a un comprador que realice ya una actividad de aquel mismo campo. Si entre esos potenciales compradores, a veces unos diez, a veces incluso menos, ninguno están interesado, el dador se ve imposibilitado de negociar por falta de contrincante. Entonces, el valor de la empresa determinado por la peritación se convierte en algo hipotético, no se puede concretar, no tiene mercado.



# EL VENDEDOR

Los impulsos más frecuentes que pueden promover al propietario de una empresa a ceder la propiedad de un negocio son los siguientes:

## La continuidad de la empresa

Esto se expone porque la mayoría de las empresas que establecen el género industrial de países como Francia o España se formaron con capital familiar.



## Diversificación del patrimonio

Esto se expone porque la mayoría de las empresas que establecen el género industrial de países como Francia o España se formaron con capital familiar.

## Incremento patrimonial

En Europa, la venta de una empresa por su propietario ha sido tradicionalmente un tipo de operación muy confidencial. Esta confidencialidad se ha explicado, al menos en parte, por motivos de orden cultural.

# EL COMPRADOR



Aproximadamente, en el 50 por 100 de los casos de negociación privada, los compradores y los vendedores se conocen.



Desde el punto de vista del vendedor, se propone, en general, averiguar la objetividad de otros socios, lo que aprobará pensar en el momento de la negociación, pero no conducir simultáneamente varias negociaciones.



Desde el punto de vista del comprador, los principios que tendrá más en cuenta serán: Las estimulaciones del vendedor, de las que ya se ha hablado, y el estudio estratégico de la perspectiva de la empresa. .



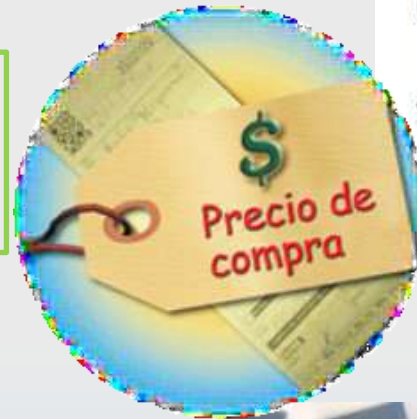


# EL PRECIO

Las avenencias privadas son íntimas, por tanto es difícil instaurar estadísticas fiables sobre lo que suele establecer como precio.

Si se trata de una empresa que no cotiza en bolsa, la situación, las estimaciones, la inteligencia de cada parte en la negociación viste una importancia primordial. El mercado no existe.

En el caso de una empresa que cotiza, siempre podrán acordar fijar el precio final en función del comportamiento de las cotizaciones previas al proceso de negociación o incluso en fecha futura.



# GARANTÍAS DE LAS PARTES

La transacción suele concluir en un acuerdo completo, no solamente sobre el precio, sino equivalentemente sobre el conjunto de las condiciones de la operación en curso. El vendedor deja de tener responsabilidades y se le suele exigir diversos tipos de garantías:



## **Garantía con límite.**

El valor neto del riesgo se toma en comedimiento, pero con un montante máximo fijado por las partes.

## **Garantía simple.**

El valor neto del riesgo disminuye a priori el precio de las acciones. Es factible que en este caso el comprador no acepte liquidar la totalidad del precio convenido hasta tanto que el altercado no haya sido totalmente solucionado.

## **Garantía con franquicia.**

El valor neto del riesgo no se toma en consideración si no aventaja de un cierto montante fijado por las partes. Puede tomarse el gasto a partir de la primera peseta o cuando sobrepase el montante de la franquicia según la fórmula elegida.

# GARANTÍAS DEL VENDEDOR

Son las más simples puesto que esencialmente se refieren al pago del precio o al menos de la parte que queda diferida. El hecho de que el precio sea diferido en una parte puede tener dos motivos:

- **Que ese haya sido el resultado de la negociación.**
- **Que sea conveniente**

# GARANTÍAS DEL COMPRADOR

El comprador de una empresa asume un primer riesgo, contra el que es relativamente simple asegurarse mediante una cláusula de garantía de pasivo, es que el activo neto que refleja la contabilidad de la sociedad comprada esté sobrevalorado. Un segundo riesgo es que la empresa sea en realidad menos rentable de lo que hace creer su contabilidad, o incluso, en ciertos casos, que sea deficitaria.



# CAPÍTULO VIII

## LAS ADQUISICIONES APALANCADAS

### CONCEPTOS Y MODALIDADES

Las adquisiciones de empresas son un tipo de operaciones tendentes a la concentración y la integración, tal como fusiones o absorciones, que está relacionada con éstas, por ser generalmente un paso previo.



Independientemente de la forma en que se produzca la adquisición el concepto de apalancamiento es siempre aplicable, en sus dos modalidades y lo es no sólo en las transmisiones de empresas, sino también en el momento de la constitución.

# TIPOS DE ADQUISICIÓN

## **"Leveraged management buy-out" (MBO):**

La adquisición de la participación se realiza por parte de los cuadros directivos "para el progreso de la [compañía] o para financiar su continuidad [entiéndase, la de la empresa] ante la necesidad de profesionalizar los equipos y/o reestructurar el accionariado de empresas de carácter familiar".

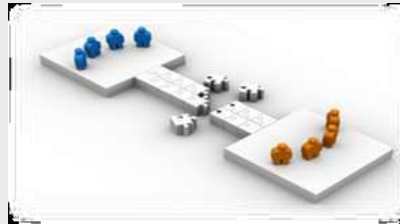


## **"Buy-In, Buy-out" (BinBo):**

Se forma un equipo directivo compuesto por directivos de la propia empresa y ajenos a la misma, a fin de tomar "el control operativo de la empresa".

## **"Owners Buy-Out" (OBO):**

Algún accionista o grupo de propietarios de la empresa, con funciones ejecutivas en ella, adquieren una participación mayor de la que poseían".



## **"Leveraged management buy-in" (MBI):**

En este caso, es un adquirente externo quien realiza la operación, con el fin de nombrar a los nuevos directivos de la organización. Es la modalidad más reciente, aunque su desarrollo ha sido el más rápido.



## **"Leveraged Employee buy-out" (EBO):**

Los propios trabajadores de la empresa, con el fin de salvarla de una situación de crisis y conservar así sus propios puestos de trabajo, se hace cargo de la gestión, mediante una recompra de la empresa y recurren a esta modalidad de financiación.



# PRIMA DE CONTROL

El sobreprecio que se paga por las acciones se denomina prima de control y se podría definir como la cantidad que paga la empresa adquirente por hacerse con el control de la adquirida.

En las OPA, ese incentivo que se ofrece al accionista minoritario para que venda está justificado, además de por el control, por la necesidad de no hacer fracasar la oferta. En el caso de que una OPA fracasase, no sólo se habría incurrido en unos costes fijos inútiles que la empresa oferente deberá amortizar, sino que revela sus intenciones y dificulta posteriores intentos de adquisición hostil; encarece, por otra parte, los intentos de adquisición amistosa, mediante negociación.



# SOCIEDADES HOLDING

Un caso singular de adquisición con apalancamiento, aunque quedan fuera del concepto de *LBO*, es el de las sociedades *holding*. Esta estrategia de adquisición apalancada de carteras de control puede producirse de forma sucesiva, según el esquema siguiente, con la única limitación de los costes de transacción que supone la constitución de la sociedad *holding*.





# CAPÍTULO IX

## OPERACIONES DE ABSORCIÓN

### PROCESO DE ABSORCIÓN

El proceso de absorción es posterior a una operación de adquisición, normalmente apalancada; es decir, sólo pueden absorberse empresas comprándolas o empresas de las que ya sea propietaria la sociedad absorbente.

Este tipo de operaciones no es reciente, pero a partir de los años ochenta, las operaciones de fusión y absorción han irrumpido en la vida cotidiana en los países desarrollados cada vez con mayor frecuencia.

El término absorción puede ser definido como el crecimiento de una empresa, a costa del patrimonio de otra que desaparece. De las dos empresas, una se disuelve y la otra asume sus elementos de activo y sus deudas, lo cual implica, normalmente, que crece, puesto que la empresa absorbente no era necesariamente propietaria del 100% del capital de la absorbida.



# FACTORES DETERMINANTES



## ECONOMIAS OPERATIVAS

Se pueden producir en las absorciones sobre todo cuando se da integración horizontal, como puede ser la eliminación de delegaciones o agentes de venta duplicadas en una misma población, creación de servicios comunes.

## RAZONES FINANCIERAS

Hay sectores donde existen empresas con dificultad para obtener financiación con el objetivo de crecer. Las empresas que se encuentran en esta situación adquieren la titularidad de otra sociedad que esté realizando la actividad codiciada.

## RAZONES COMERCIALES

No es justificable una absorción como medio de incrementar las ventas, puesto que siempre se ven éstas incrementadas. La finalidad principal de una operación de concentración suele ser incrementar la cuota de mercado.

## RAZONES FISCALES

Como ocurre, en general, con las adquisiciones, hay ocasiones en que las absorciones solo responden al deseo de economizar impuestos u obtener beneficios fiscales. Puede darse ocasionalmente que empresas con una gran capacidad financiera absorban a otras que tengan pérdidas acumuladas para amortizar, con lo cual la absorción resulta subsidiada por el estado.



# ACCIONISTAS MINORITARIOS ANTE LAS ABSORCIONES

Si examinamos cómo interviene el proceso de absorción en el valor de las acciones en poder del accionista minoritario, tanto de la sociedad absorbida como de la absorbente. Hipotéticamente, la operación debería favorecer más a los de la empresa absorbente, fundamentalmente, cuando la absorción sigue a una adquisición hostil.

## EFFECTOS POSITIVOS

En todo proceso de absorción o fusión surgen sinergias, normalmente positivas cuando se ponen en común conocimientos y experiencias, pero por otro lado, posibles diferencias negativas, ya que a medida que crece la empresa, aumenta la complejidad de su estructura organizativa.



## FUNCIONES DE EMPRESAS

### CONCEPTO Y TIPOLOGÍA

Cuando dos o más empresas se fusionan, desvanecen y se crea una nueva entidad. El valor de los capitales propios de las empresas implicadas debe ser calculado y ponderado en el de la nueva sociedad. En la fusión, entran en juego los intereses de varias entidades cuyas cotizaciones oscilan y se comparan, a fin de cuentas, con el valor de conversión de cada tipo de acción en acciones de la sociedad nueva.







# FUSIONES DE EMPRESAS

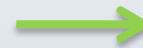
El fenómeno de las fusiones tiene su inicio en Estados Unidos a principios del siglo XX. Aparte de estos primeros del siglo, los años de mayor intensidad en este tipo de operaciones son los años veinte, el periodo de 1967 a 1969, y ya de forma exponencial, en los ochenta y noventa.

Entre las características más resaltantes de esas oleadas, tenemos:

El precio de las acciones estaban en crecimiento.

Existían diferentes tipos de empresas que se fusionaban .

Diversos procedimientos de fusión.



La fusión es una respuesta empresarial a la unificación de los mercados. Con ella se pretende esquivar el aumento de la competencia. *(Arturo Rojas, economista de Analistas Financieros Internacionales).*

Cuando dos o más empresas se fusionan, desaparecen y se crea una nueva entidad.





## FUSIONES DE EMPRESAS

- El valor de los capitales propios de las empresas implicadas debe ser calculado y ponderado en el de la nueva sociedad.
- En la fusión, entran en juego los intereses de varias entidades cuyas cotizaciones oscilan y se comparan, a fin de cuentas, con el valor de conversión de cada tipo de acción en acciones de la sociedad nueva.
- Si una de las empresas es más poderosa o se fusiona en relación ventajosa de capital, en la empresa resultante pueden ser sus administradores o consejeros los que gobiernen sin oposición.



En los últimos años existe una gran obsesión por el tamaño por parte de las empresas. Se viene a considerar el tamaño como un factor de éxito empresarial. Esta concepción se refleja en el proceso de concentración, tanto a escala nacional como internacional, en los últimos años, con el pretexto generalizado de reducir costes para ser competitivos en el ámbito global.







# FUSIONES DE EMPRESAS



Las fusiones presentan varias modalidades:

## ❖ Fusión horizontal:

Consiste en la fusión de empresas dentro de un mismo nivel de actividad, es decir, empresas que compiten entre sí. Sería el caso de fusiones de bancos, de eléctricas, etc.

## ❖ Fusión vertical:

Se da entre una empresa y su proveedor o, visto desde otra perspectiva, entre una empresa y su cliente. Si las sociedades implicadas son más de dos, pueden abarcar diversas fases sucesivas de la cadena de valor. Puede tratarse de fases no sucesivas, como consecuencia de una estrategia de incremento del poder de negociación con un cliente o un proveedor.

## ❖ Conglomerado:

Implica la extensión de la empresa hacia campos no relacionados con sus intereses actuales. Aquí no se intensifica la concentración, sino que se produce una mayor diversificación de la actividad económica total de la nueva empresa.





## FUSIÓN Y CONCENTRACIÓN

Se considera probado que, en ausencia de regulaciones en defensa de la competencia, la concentración de empresas es una tendencia natural, de los mercados, por el lado de la oferta, especialmente en determinados sectores. (Pérez Galindo 2002)

En todo el mundo, han proliferado de forma especialmente continuada y en magnitud enorme las operaciones de fusión o absorción en los sectores de la banca, telecomunicaciones, prensa y medios audiovisuales, informática y automoción.

### SECTOR BANCARIO

El sector bancario se está viendo afectado por los avances en las tecnologías de la información que permiten realizar un mayor número de operación en un ámbito geográfico más amplio, además en Europa hay que destacar la reciente llegada del euro.

El movimiento hacia una mayor concentración bancaria pone de manifiesto algunas paradojas.

En primer lugar, aunque se argumente sobre mercados cada vez más globales, la mayoría de operaciones se están realizando de momento entre entidades de la misma nacionalidad

La segunda paradoja se refiere a las economías de escala. Los estudios empíricos disponibles sobre el sector bancario sugieren que las reducciones de costes asociadas al aumento de tamaño son muy pequeñas.

# FUSIÓN Y CONCENTRACIÓN



## AUTOMOCIÓN

La rivalidad entre las compañías, el crecimiento continuo de las importaciones y exportaciones y el surgimiento de nuevos participantes en el sector están llevando a una situación cada vez más competitiva que desemboca en algo parecido al canibalismo. Los procesos de concentración se han producido, en primer lugar, por países.

## NUEVAS TECNOLOGÍAS

El sector de las telecomunicaciones ocupa uno de los primeros puestos en el ranking mundial de operaciones de concentración por sectores y se debe principalmente a los importantes cambios económicos que se están produciendo en el sector debido al acelerado cambio tecnológico que ha permitido la ruptura de posiciones previas de monopolio.



## ENERGIA

Invierten en nuevas tecnologías y otras actividades de amplias expectativas de beneficios.



## ÉXITO Y FRACASO DE LAS FUSIONES



- Diversas estadísticas aproximan al 60% el número de fusiones que fracasan, en los países de nuestro entorno. Del resto de fusiones consumadas se puede afirmar que por su relación de desigualdad se tratan de absorciones encubiertas. De ahí se deduce que el éxito de las fusiones queda muy lejos de estar garantizado.
- A diferencia de las absorciones, en las que se cumplía como requisito previo la adquisición y, por tanto, la unidad de decisión, en los procesos fundentes, surge la necesidad de una negociación previa y el riesgo de la convivencia entre dos o más organizaciones que no se conocen previamente.
- A veces, el factor desencadenante del fracaso es el recelo de las autoridades reguladoras del país al que pertenecen las compañías o, en un planteamiento más global, el recelo de algunos gobiernos, que interpreten como una amenaza la presencia de un 'gigante' en sus sistemas financieros.



### ABSORCIONES ENCUBIERTAS



En la unión de intereses se integran sociedades de similares dimensiones, en las que no existe un control por parte de ninguna de las sociedades que intervienen. En sentido inverso, la existencia de una empresa que sea “notoriamente mayor” nos indicará que ésta ejerce el control. Concretamente, si se produce la fusión entre dos sociedades y el patrimonio real de la absorbida es inferior al 50% del de la absorbente, la modalidad de la fusión se considerará de adquisición. (***Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas (ICAC)***).



## Valoración de los patrimonios que se fusionan

En la fusión de intereses aparecerán diferencias entre los valores utilizados en el momento de establecer el canje de las acciones, es por ello, que existen métodos que permiten calcular el valor de las empresas que se fusionan.

❑ **En el método de la adquisición**, deberá aplicarse tal valor para modificar los valores contables preexistentes del patrimonio adquirido, de forma que éste se valore por su valor real.

❑ **En el método de la unión de intereses**, no se reconoce el fondo de comercio surgido en el proceso de compra. Dado que la operación significa la continuación de la actividad de todas las entidades implicadas en el proceso, ahora bajo una única personalidad.



# CAPÍTULO XI

## ESCISIONES DE EMPRESAS

### ☐ Concepto y clases de escisiones



La escisión es la operación inversa a la fusión, es decir, la empresa 'común' desaparece y se crean dos o más sociedades nuevas. Es un caso poco frecuente; ya se comentó la tendencia natural de los sectores a la concentración.





## □ Clases de escisiones

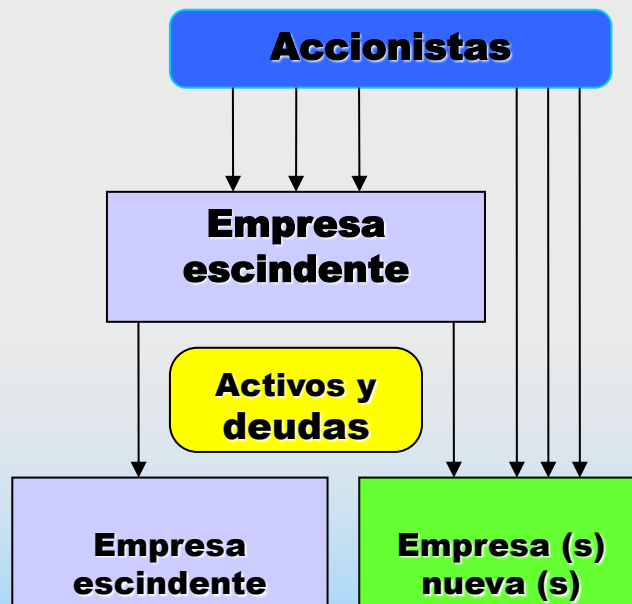
La distinción entre escisión propia e impropia, según desaparezca o no la empresa escidente.

De forma didáctica, podríamos denominar dos tipos :

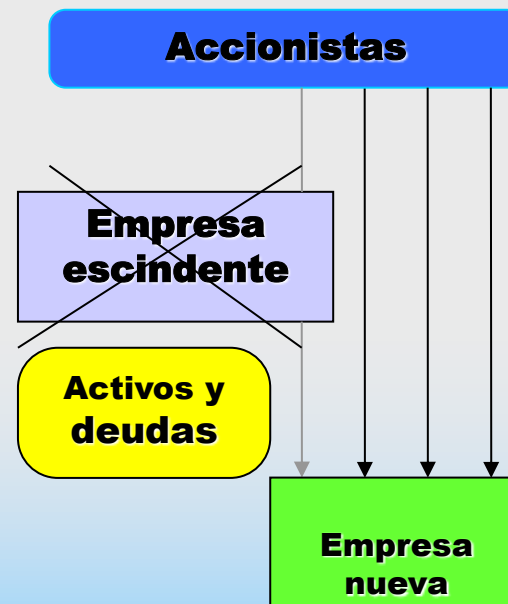
### Primer tipo “Gemación”

y

### Segundo “Mitosis”.



**ESCISIÓN  
IMPROPIA**

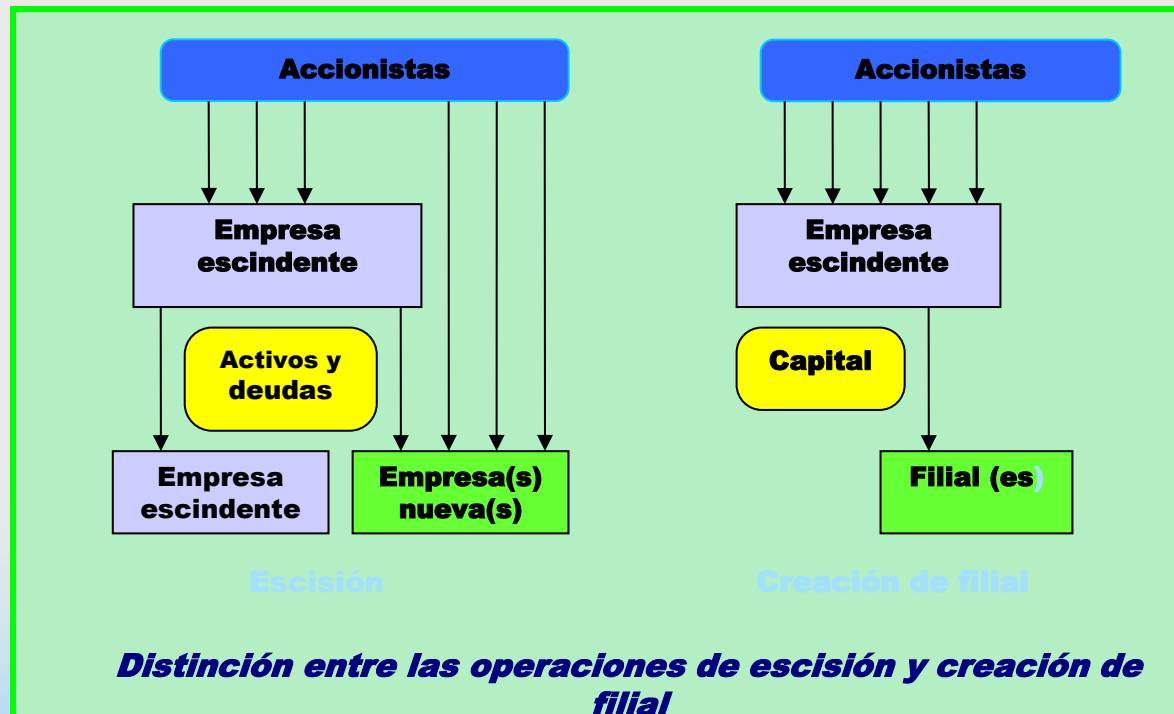


**ESCISIÓN PURA**

*Distintos tipos de escisiones*

## RAZONES PARA LA ESCISIÓN

Los casos más célebres de escisión han tenido alguna relación con la sucesión de empresas, generalmente familiares, no constituidas como Sociedad Anónima o con acciones nominativas. En otros casos, el desacuerdo entre los socios fundadores ha tenido este mismo resultado.



A menudo, la creación de filiales responde a los mismos motivos que la escisión: Diversificación de riesgos y limitación de responsabilidad y, sobre todo, apalancamiento en capital.

## Problemas de Valoración

En toda escisión se dan multitud de problemas jurídicos y sociológicos, como la asignación del nombre de la empresa escidente entre las escindidas o la proporción que se habrá de escindir, la designación de la empresa beneficiaria de ayudas obtenidas o responsable ante las deudas contraídas, etc.



En la mayoría de las escisiones, los aspectos más conflictivos están relacionados con el establecimiento de una equivalencia entre la valoración que se otorga a los activos repartidos y la que se estima que alcanzarán los pasivos de la (s) nueva(s) empresa (s).

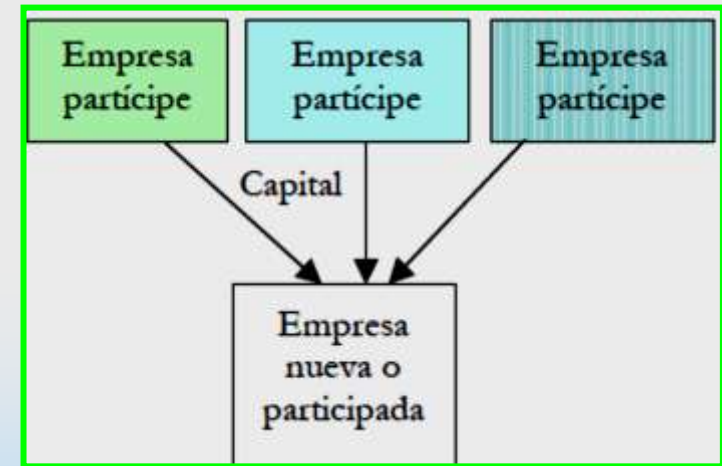
# CAPÍTULO XII

## EMPRESA CONJUNTA

Se refiere al concepto de *Joint-Venture* societaria, que se ha dado entre grandes empresas multinacionales y que últimamente se ha pretendido fomentar entre las PYME, para que superen algunos problemas derivados de su tamaño (Sociedades de Acción Colectiva).



Supone la constitución de una nueva sociedad mercantil, con personalidad jurídica propia, entre dos o más empresas socias, para un determinado proyecto industrial o comercial. También es teóricamente posible que una sociedad en funcionamiento se convierta en conjunta porque otras empresas adquieran sus acciones, con ánimo de controlarla en común.



## RAZONES PARA SU CONSTITUCIÓN

La fundación de empresas conjuntas, ha tenido lugar, normalmente, por motivos de costes de control, es decir, por evitar los costes de interactuar, de forma cotidiana, desde distintas perspectivas de intereses. Desde el punto de vista técnico, esta forma de cooperación no tiene por qué ser más eficiente que los acuerdos de producción conjunta.



## VALORACIÓN DE LA INVERSIÓN EN EMPRESA CONJUNTA

El negocio común puede tener deferente grado de independencia financiera y económico con respecto a las empresas fundadoras. Es frecuente que las aportaciones de éstas a la nueva sociedad sean de carácter no dinerario.

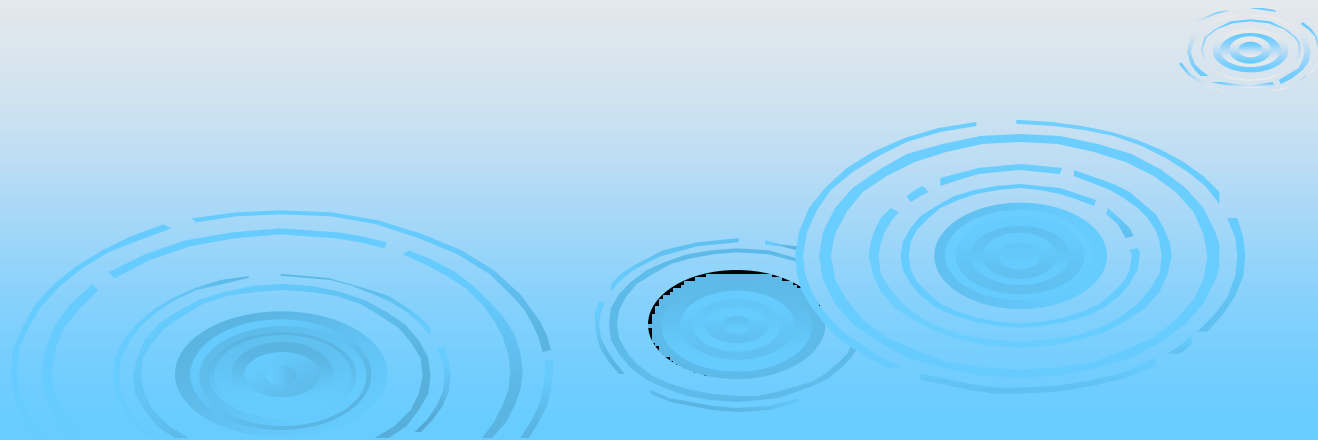


La empresa propietaria suele dar de baja el bien aportado (equipo, *software*, trabajos realizados por la propia empresa, etc.).



# **PARTE III**

## **LA VALORACIÓN DE EMPRESAS Y EL INTERÉS PÚBLICO**





# CAPÍTULO XIII

## LA VALORACIÓN DE ACTIVOS Y EMPRESAS REVERTIBLES

### 1. REFLEXIONES ACERCA DEL INTERÉS PÚBLICO Y LOS FINES DEL ESTADO

Al margen de la polémica recurrente acerca de si se debe prestar ciertos servicios (sanidad, educación, seguridad) en régimen público o privado, subsiste otra simétrica a la anterior, acerca de si en aquellos considerados mercantiles debe competir el capital público y hasta qué punto es eficiente su gestión. Esta cuestión está íntimamente ligada a la consideración de un sector como estratégico.



### 2. SIGNIFICADO DEL CONCEPTO DE REVERSIÓN

Activos reversibles, hay que deducir, de los beneficios esperados, la dotación a un fondo de reversión, cuyo cálculo conlleva la dificultad de no conocerse el coste de reposición en el momento de asumir la concesión. Esa misma cifra habrá de descontarse al enésimo año, en el cálculo de su Valor Actual Neto.



### 3. VALORACIÓN DE ACTIVOS REVERTIBLES

Los activos reversibles, igual que cualquier otro activo, deberán valorarse por su precio de adquisición o coste de producción. La valoración de este tipo de activos puede tener lugar en operaciones de enajenación que se produzcan antes de la fecha de la reversión, con tal que en dicha fecha exista un activo similar que cumpla con las condiciones estipuladas en los pliegos administrativos.



### 4. VALORACIÓN DE EMPRESAS CON ACTIVOS REVERTIBLES

La valoración de estas empresas se producirá cuando, estando previsto o permitido, en virtud del contrato de concesión administrativa, la explotación o la titularidad de la propia empresa vaya a cambiar de propietario. También será necesaria esta valoración cuando se trate de comprar y vender acciones de compañías concesionarias (caso de Ferrovial, Dragados, etc.).



### 5. VALORACIÓN DE EMPRESAS REVERTIBLES

Los accionistas de dichas empresas deberán valorar su inversión en función de la contraprestación que, en su caso, se establezca en el pliego de condiciones y, en función de este cálculo, vender o comprar acciones en esta empresa. Es de suponer que la cotización de dichas acciones oscilará en torno a ese valor de rescate de la concesión.



# CAPÍTULO XIV

## PRIVATIZACIONES

### 1. NOCIONES PREVIAS

Cuando hablamos de privatización nos referimos a las venta de empresas que han sido constituidas o nacionalizadas por el Estado u otro ente público a propietarios de capital privado. También se puede decir que es consecuencia de otro previo de expropiación de empresas.

### 2. PROCESO DE PRIVATIZACIÓN. LA OFERTA PÚBLICA DE VENTA

Procesa La valoración de la empresa que va a ser privatizada supone un elemento esencial en el establecimiento del precio de emisión, que será normalmente superior al valor teórico y nunca inferior al nominal y siempre inferior al nivel previo de cotización, en caso de que existiese una cotización oficial previa de referencia.

### 3. EL PRECIO DE VENTA Y EL INTERÉS PÚBLICO

En toda operación, ya sea mercantil, laboral o administrativa, en que una de las partes contratantes sea un ente público, existe un conflicto potencial entre los intereses de los administrados, en tanto que contraparte, y el interés general, en términos de eficiencia en las negociaciones.





### 3. EL PRECIO DE VENTA Y EL INTERÉS PÚBLICO



#### Privatización Y Competencia

- la privatización de una empresa pública puede, con el tiempo, permitir a los grupos empresariales de la competencia la adquisición mayoritaria y el control de la compañía, lo cual elimina un competidor, a efectos prácticos.



#### Privatización Y Liberalización.

- en primer lugar, que toda empresa pública privatizada existió en un mercado eminentemente regulado, como pueda ser un monopolio legal
- en segundo lugar, niega la posibilidad de sectores privados en los que el acceso o la competencia estén regulados, cuando ésta es, en realidad, la norma y la liberalización total la excepción.



#### Privatización Y Empleo

- existir motivos de fomento del empleo en la propia decisión de constituir unidades productivas que operen en sectores considerados arriesgados y en los que, por ese motivo, no esté presente la iniciativa privada



#### Capital público Y Eficiencia

- Capitalismo social en aquel donde el Gobierno asume la inversión publicitaria en pro a una participación de las economías familiares en los mercados oficiales de valores.



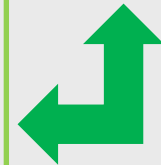
#### Capital público y poder de mercado

- Está prohibido por todos los países de la Unión Europea las subvenciones favorecedoras de determinadas empresas, por ser un obstáculo a la libre competencia. En cualquier caso las ayudas en razón de del fomento del empleo, la innovación tecnológica, la pequeña y mediana dimensión empresarial, las actividades estratégicas, culturales, entre otras.

# DENOMINADA “ACCIÓN DE ORO”

Para evitar que la empresa privatizada volviese a ser adquirida, el Estado se reservó la “acción de oro” en Argentaria, Endesa, Repsol, Indra, Tabacalera y Telefónica, durante un periodo que solía estar fijado en cinco años.

Este instrumento consistió en una norma que atribuía al antiguo propietario derecho de veto a las posibles retransmisiones de la empresa, es decir, un derecho político en las decisiones de la sociedad que no estaba vinculado a una participación en el capital de la misma,



## MERCADOS FINANCIEROS Y PRIVATIZACIONES

Tratamos de concretar en este epígrafe qué lleva al Gobierno a asumir la inversión publicitaria en pro de una participación de las economías familiares en los mercados oficiales de valores.



Se denomina "capitalismo popular" a "la idea de democratización [de las bolsas de valores] que se ha difundido a las economías domésticas, cuando, a través de campañas publicitarias en medios de masas, se les ha solicitado su participación en los procesos de privatización".

# CAPÍTULO XV

## NACIONALIZACIONES

### IMPORTANCIA HISTÓRICA



La práctica de la nacionalización se ha dado más con respecto a la tierra, bajo el nombre de “desamortización”, que con empresas.

En la mayoría de los casos, la expropiación ha conducido a una reprivatización, en busca de unos propietarios que administren de forma más eficiente los bienes expropiados.

## NACIONALIZACIÓN, EXPROPIACIÓN E INTERVENCIÓN

Igual que las privatizaciones, viene a consistir en una operación de signo contrario a aquéllas, pero con similares argumentos

También está ligada al concepto de expropiación de empresas, que es un procedimiento administrativo, emanado de una decisión política, en el que la Administración pública debe valorar un “justo precio” y, por lo tanto, hacer un estudio de un eventual mercado para esa empresa y aplicar un modelo de valoración.



# EL PROBLEMA DEL JUSTO PRECIO

También está ligada al concepto de expropiación de empresas, que es un procedimiento administrativo, emanado de una decisión política, en el que la Administración pública debe valorar un “justo precio” y, por lo tanto, hacer un estudio de un eventual mercado para esa empresa y aplicar un modelo de valoración.



## LOS MERCADOS FINANCIEROS Y LA NACIONALIZACIÓN

Del mismo modo que las privatizaciones más importantes por parte de los Estados se ha llevado a cabo mediante Oferta Pública de Venta, en un trabajo anterior (Galindo, 2003) se apunta el caso hipotético y posible de que un ente territorial o una empresa pública (Por ejemplo, la SEPI) nacionalice una empresa privada mediante OPA.

De modo inverso a como se ha argumentado para las privatizaciones, el hecho de la “nacionalización apalancada”, conservando un determinado porcentaje de accionariado disperso entre el público sería una ventaja que el sector público podría aprovechar.

# CAPÍTULO XVI

## VALORACIÓN DE LAS PYME Y LOS NUEVOS MERCADOS

### IMPORTANCIA DE LAS PYME EN LA ECONOMÍA DE LA EMPRESA

- 1.- Importancia cuantitativa de las PYME en la economía.
- 2.- Importancia cualitativa en la PYME de la empresa.
- 3.- Importancia creciente en las PYME como objeto de investigación.



# PARTICULARIDADES DE LA VALORACIÓN DE LAS PYME



**Valoración de empresas de nueva creación.**  
**Valoración de empresas familiares .**  
**Valoración de empresas tecnológicas**  
**las PYME y los nuevos mercados de valores.**

## Valoración de empresas de nueva creación

Existe un elemento de dificultad que en este tipo de empresas no concurre, en la mayoría de los casos: La existencia de activos intangibles.



**Activos Intangibles**



**Capital dividido**



**Grandes empresas**



## Valoración de empresas familiares

Cuando hablamos de empresa familiar, normalmente no estamos tratando con grandes empresas familiares, sino de PYME. En éstas no sólo no existe el mercado bursátil como mecanismo de control, sino que el capital, en realidad no está concentrado, sino más dividido que en muchas grandes empresas.

### **Valoración de empresas tecnológicas**

Los nuevos mercados o mercados tecnológicos no son actualmente la alternativa para la salida a cotización de los títulos emitidos por las PYME. La mayoría de las empresas que cotizan en estos mercados son originariamente PYME, aunque con la ayuda de inversores, como las Entidades de Capital Riesgo, adquieren una serie de recursos, normalmente intangibles, relacionados con las Tecnologías de la Información y la comunicación.



## **LAS PYME Y LOS NUEVOS MERCADOS DE VALORES**

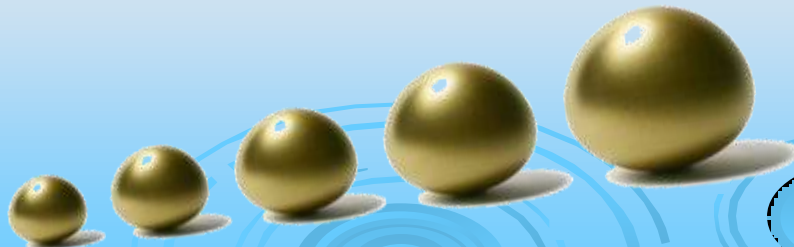
El segundo mercado bursátil se puso en funcionamiento en 1982 en la Bolsa de Barcelona y en 1986 en la de Madrid, pero no ha tenido apenas implantación. Su actividad en la actualidad es poco más que testimonial, entre otras razones, por la escasa diferencia que se establece respecto del primer mercado, en cuanto a capital mínimo exigido para cotizar en él, la inexistencia de ventajas fiscales, etc.

## LA VALORACIÓN DE PYME Y EL CAPITAL



### RAZÓN DE SER DEL CAPITAL RIESGO

El Capital Riesgo está considerado, como ocurre con los créditos participativos, una modalidad financiera que ha demostrado ser especialmente útiles para la creación, regeneración y mantenimiento del tejido empresarial. Las Entidades de Capital Riesgo (ECR) nacieron con la finalidad de aportar fondos propios a las iniciativas innovadoras de las PYME, participando en el capital de las mismas, generalmente, en forma minoritaria y con carácter temporal". Este tipo de inversor institucional tiene la ventaja de disminuir el riesgo, mediante su diversificación. Por eso, para él, la inversión resultará mucho más atractiva que para cada una de las empresas en las que participa.





# CLASIFICACIÓN DE LOS OPERADORES DEL SECTOR

**Sociedades de Capital Riesgo (SCR):** Son sociedades mercantiles, de carácter financiero, con forma de Sociedad Anónima, especializadas en la adquisición temporal de participaciones en capital de empresas no financieras cuyos valores no coticen en el primer mercado de las Bolsas de Valores.

**Fondos de Capital Riesgo (FCR):** Son entidades no consideradas personas jurídicas, sino una mera sindicación de aportaciones de particulares en inversiones temporales en capital.

**Sociedades Gestoras de Entidades de Capital Riesgo (SGECR)**

Además de gestionar los FCR, pueden dedicarse a administrar los bienes de las SCR, de ahí que haya cambiado su denominación legal, que era la de Sociedades Gestoras de Fondos de C-R. Además, se les permite realizar las labores de asesoramiento previstas para las SCR.

**Consortios de capital riesgo**

Es la cofinanciación de un determinado proyecto de inversión, por parte de varias sociedades de Capital Riesgo, es decir la participación, de forma conjunta, de varias SCR en empresas que soliciten su apoyo.



# EL FOMENTO DE LA ACTIVIDAD INVERSORA Y LA SALIDA A LA BOLSA

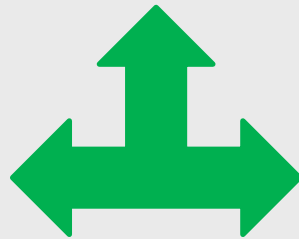
El tipo de financiación que conceden las ICR se ha clasificado en tres categorías, según la etapa en que se encuentre la PYME:

- 1) Seed financing o capital semilla: Se aplica a la financiación de la creación de empresas o de proyectos de investigación tecnológica.
- 2) Start up financing: Es la financiación del desarrollo industrial y comercial de productos y de empresas de reciente creación.
- 3) Expansión financing: es la financiación de los procesos de crecimiento y expansión de las empresas.
- 4) Replacement o reemplazo: Consiste en financiar la compra de acciones de una compañía por parte de otras Instituciones de Capital Riesgo.
- 5) Buy out financing: Consiste en financiar a determinados grupos de inversores la realización de operaciones de LBO (Leveraged Buy Out).



## VALORACIÓN DE EMPRESAS EN DIFICULTADES

### INTRODUCCIÓN



Las dificultades a que nos referimos son de tipo económico, es decir, pérdidas reiteradas. Para la valoración de este tipo de entidades se inventó el modelo de las oportunidades de inversión, aunque hay un elemento que éste no contempla y que es la urgencia del actual propietario de convertirse en vendedor, en caso de falta de liquidez de la propia empresa o de otros negocios considerados principales.



**El concepto de empresas en dificultades podrá analizarse según dos criterios esenciales:**

**Criterios jurídicos:** Estos criterios se basan en la ocurrencia o no de procedimiento judicial en la empresa. Son importantes porque modificarán simultáneamente las condiciones de compra, las partes negociantes y las decisiones de vender y elegir al comprador.

**Criterios económicos:** se basan en la situación por la que pasa la empresa, es decir, si está estructuralmente en dificultades o simplemente ha tenido un mal momento derivado de un accidente de tesorería. Es evidente que el objetivo ideal para el comprador es la empresa que potencialmente marcha bien pero que tiene dificultades de tesorería.





**Existen varios tipos diferenciados de compradores de empresas en dificultades:**

1. **Los profesionales de la compra:** Son los que retoman las empresas, ya sea para crear una compañía más o menos potente.
2. **Los compradores individuales:** Pueden ser miembros de la propia empresa que compran con el fin de conservar su empleo y realizarse profesionalmente.
3. **Otras empresas de la profesión:** Pueden ser empresas del grupo o consortes de acuerdos de cooperación e incluso competidores, clientes o proveedores. Sus motivaciones pueden ser ofensivas o defensivas.
4. **Los antiguos accionistas:** Su papel es determinante cuando no existe procedimiento judicial, pues conservan el poder de ceder o no.
5. **Los órganos judiciales:** Desde el momento en que la empresa es declarada en sus-pensión de pagos, los órganos exteriores nombrados por el Tribunal y el propio Tribunal se convierten en partes privilegiadas.
6. **La dirección de la empresa:** En ciertas ocasiones puede encontrarse ante dos situaciones: por un lado, puede decidir la venta a terceros de su propia empresa; por otro, puede decantarse por la adquisición de otras compañías.





# VALOR Y PRECIO DE UNA EMPRESA CON PÉRDIDAS

Una empresa con patrimonio neto negativo, puede permanecer sin disolverse, siempre que no acumule una proporción de pérdidas que le obligue a ello. Se habla de “activo neto de liquidación”, al que resulta de liquidar la empresa, teniendo en cuenta el posible efecto del impuesto sobre la plusvalía o la posible pérdida patrimonial, por el hecho de ser accionista.



# LAS OPORTUNIDADES DE REESTRUCTURACIÓN



La reorganización consiste en una revisión de la estructura financiera de la empresa, incluyendo las obligaciones a corto plazo, el pasivo a largo plazo y el capital contable, con el fin de corregir gradualmente la imposibilidad inmediata de cubrir los pagos urgentes.

- 1.- Implantación de medidas internas.
- 2.- Acuerdos entre empresas del sector.
- 3.- Absorción por una empresa solvente.



# CONCLUSIONES

Estos capítulos se basan principalmente en el proceso valoratorio de las empresas, además se trata de aproximar tal problema a subproblemas en el cual hasta la actualidad no se ha estudiado a fondo. La valoración de activos y empresas es un tema trascendental en el mundo empresarial, con una paralela importancia cada vez mayor en el ámbito académico de la Economía de la Empresa.

La importancia cuantitativa y la frecuencia de las operaciones en que se requiere un proceso de valoración de empresas deriva la urgencia de encontrar soluciones generales, aunque concretas, a los problemas de valoración, especialmente en un entorno global de fusiones, absorciones, disoluciones, etc.