



República Bolivariana de Venezuela  
Ministerio del Poder Popular para la Educación  
Universidad Nacional Experimental Politécnica  
"Antonio José de Sucre"  
Departamento de Ingeniería Industrial  
**Ingeniería Financiera**

# Fundamentos de Valoración de Empresas

**PROFESOR**

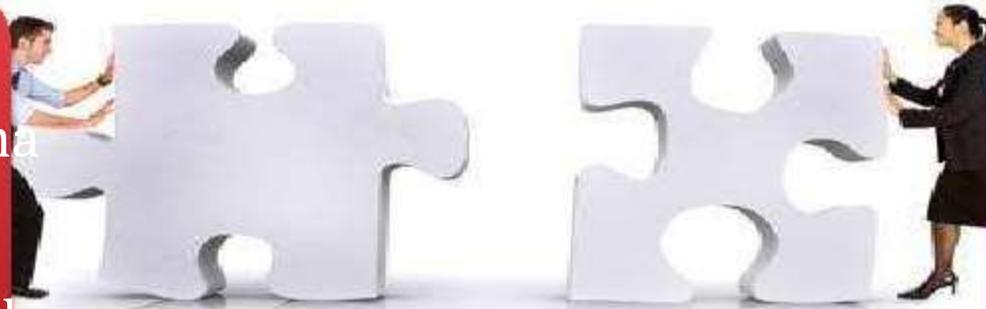
MSc. Ing. Iván J. Turmero Astros

**INTEGRANTES:**

Benítez Cindy  
Bermúdez Angelina  
Becerra Katerine  
Moreno Oriana  
Mendoza Yiriannys

**PUERTO ORDAZ, FEBRERO DE 2016**

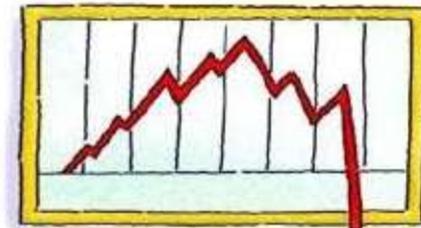
La valoración de activos y empresas de forma cuantificable es un tema importante en el mundo empresarial debido al entorno actual global de fusiones, absorciones, disoluciones, entre otros.



Los agentes interesados en la valoración de empresas suelen ser otras empresas con motivaciones concretas, en relación con la empresa adquirida, enmarcables en unos objetivos más generales.



## FUNDAMENTOS DE VALORACIÓN DE EMPRESAS



**DISOLUCIÓN  
DE  
EMPRESAS**





El Beneficio, objetivo primordial de la empresa en el enfoque clásico, puede medirse respecto al capital total invertido o el beneficio por acción, a corto, medio o largo plazo, antes o después de intereses o de impuestos, reservas o dividendos.

El valor suele ser una función más bien estable, pues dependen de un cálculo inicial y a veces de otras circunstancias previsibles y prolongadas.

El valor es una que se tiene acerca del precio que se puede pedir u ofrecer por algo y, a la inversa, el precio es el producto de una relación de fuerzas entre dos o más estimaciones del valor de una cosa. El precio depende de muchos agentes, por ese motivo, suele fluctuar.

# VALORACIÓN DE ACTIVOS

La contabilidad como fuente de información para valorar los recursos económicos y financieros de una empresa suelen ser escasos.

Las amortizaciones para minimizar los activos es una limitación contable, pero estas limitaciones son difícil debido a la dificultad de valoración de los intangibles.

El capital intangible es el conjunto de activos productivos o generadores de valor que están basados en la información y el conocimiento.

Se pueden utilizar modelos de valoración estáticos para determinar el importe de los capitales propios.

Relación entre el valor de los pasivos y el valor de los activos de la empresa; más concretamente, el cociente entre la cotización de una empresa y el valor de reposición de sus activos.



$$Q = \frac{\text{Cotizacion}}{\text{Coste Activos}}$$

# VALORACIÓN DE ACCIONES

Existen dos tipos de accionistas: De control y de especulación.



Los **accionistas de control** tienen participación mayoritaria y vocación de permanencia. Son propietarios de las empresas en la que invirtieron, al adquirir un paquete significativo de acciones, pagando normalmente una prima de control.

Por su parte el **accionista de Especulación** tiene una participación esporádica y minoritaria.



**Rentabilidad directa o explícita:** En el caso de las acciones, la variable renta viene dada por el dividendo como lo muestra la formula:

$$r = \frac{div}{P_t}$$

**Rentabilidad estratégica:** relacionada con el liderazgo en los mercados de productos y servicios. El dividendo a percibir es lo de menos; incluso sería interesante no repartir dividendos, a fin de reinvertir en actividades que sean complementarias con otras del accionista de control. Se incluye en este concepto el cierre de la empresa adquirida, eliminando un competidor.



Rentabilidad indirecta o implícita: Variación patrimonial de tipo financiero. Esta rentabilidad puede corresponder, al menos en parte, a la parte proporcional del dividendo devengado y no vencido siguiendo la siguiente fórmula:

$$r = \frac{\Delta P_t}{P_t}$$

En términos generales, la rentabilidad esperada por el inversor será la suma de la rentabilidad implícita y explícita:

$$r = \frac{div + \Delta P_t}{P_t}$$





Modelo básico es un conjunto de modelos que contemplan la posibilidad de operar con un factor de descuento.

Por lo general, pueden adaptarse a la estimación del valor de las acciones o bien del total pasivo, de una acción o incluso de la renta fija.

El modelo básico aplica un determinado coeficiente al beneficio o renta futura que, en términos estimados (promedio), se suele considerar constante.

Primeramente se debe conocer las preferencias del accionista acerca de las rentas o las variaciones patrimoniales. Luego se debe suponer que las rentas futuras vienen dadas en condiciones de certeza.

# EL MODELO DE FACTOR DE CONVERSIÓN

Cualquiera de los modelos considerados “básicos” contemplan el producto del beneficio o renta de la empresa por un determinado coeficiente o “factor de conversión”, cuya formulación varía, según de qué modelo se trate.

El inversor no tiene por qué razonar en función de unas expectativas de renta, sino tal vez del valor futuro estimado de su inversión, supuesta una determinada rentabilidad de las mismas, es decir, en función de variables patrimoniales.

El razonamiento parte de una determinada rentabilidad del activo no repartida. Como en los métodos dinámicos, el valor de la empresa viene determinado por el valor esperado de las rentabilidades futuras.



# EL MODELO DE LAS OPORTUNIDADES DE INVERSIÓN

El método de las oportunidades de inversión podría utilizarse bien desde una perspectiva exclusiva del accionista o bien desde una óptica económica referente a la rentabilidad del activo total.



Lo más destacado de su formulación es que permite eliminar el presupuesto de que toda inversión es rentable ( $B > 0$ ) o que toda empresa que no sea rentable no tiene valor positivo.



Esto nos aproxima más a la realidad, puesto que es capaz de explicar el fenómeno empíricamente comprobado de que una empresa con pérdidas tenga valor positivo en el mercado.



# VALORACIÓN DEL PASIVO EXIBIBLE

La valoración del pasivo exhibible trata la valoración de la financiación ajena, cuyas modalidades son diversas. La bibliografía de este tema, se refiere a los títulos de valores emitidos para aquellos que cotizan en Bolsa. Se ha presupuesto que ha de ser valorada por su nominal el resto de la deuda, ya sea onerosa o gratuita y para que su valor sea calculado en el momento actual, esta debe poder expresarse en términos reales, es decir, en términos de probabilidad.



MNE  
& ASSOCIATES



## 1.- Peculiaridades de la Renta Fija:

- En lo que concierne a los títulos de valores, sus poseedores son creadores de la empresa y no propietarios, como sucede con las acciones. A diferencia de éstas, las obligaciones tienen que ser amortizadas en las condiciones financieras registradas y publicadas a la emisión.
- Para el Obligacionista, el valor de su inversión incluirá la suma de la prima de emisión y la de reembolso.





El principio fundamental de la valoración se podría aplicar tanto a la renta fija como a la variable tomando en cuenta ciertos aspectos:

El interés es en general inferior al rendimiento de la renta variable, debido a que también tienen menor riesgo y menos variabilidad, tanto positiva como negativa. En caso de insolvencia, la probabilidad de pérdida es menor, pues el acreedor tiene prelación con respecto al accionista.

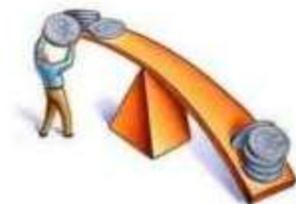
El rendimiento implícito de los bonos también suele ser inferior y con menor variabilidad que el de las acciones, ya que estos tienen un determinado valor de reembolso, del que no suelen alejarse mucho las cotizaciones.





## 2.- Valoración de deudas e inflación

- La inflación es la tasa de incremento generalizado de los precios de forma continuada y significativa, durante un periodo que suele coincidir con el año natural, midiéndose en porcentaje acumulativo anual.
- Si la inflación prevista es alta, los intereses nominales tienden a subir. En épocas de inflación, la autoridad monetaria suele provocar una subida de los tipos, de forma que el coste de oportunidad del acreedor aumente.





### 3.- Valoración de Deudas y Riesgo de Cambio

- La valoración de las operaciones financieras entraña una mayor variabilidad, es decir, un riesgo para el inversor que descuenta a una tasa de interés distinta a la de la moneda de emisión. La valoración se hace siempre en una determinada moneda. Puede ocurrir que el nominal de los títulos emitidos se establezca en una divisa distinta de aquella en que se valoran. La fluctuación de esas dos divisas entre sí determina una posible pérdida o ganancia del inversor o la empresa.





Pixme.es 46687661

#### 4.- Valoración de deudas a interés variable.

- 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 diariamente en mercados organizados. Estos intereses de referencia suelen ser los tipos interbancarios o el interés de la deuda pública.
- El valor de las deudas en general y de la renta fija en particular, con respecto al interés de mercado es siempre una función decreciente, puesto que comprar significa elevar el valor y, en términos efectivos, reducir la rentabilidad y viceversa.



# ESTRUCTURA FINANCIERA Y VALOR DE LA EMPRESA



Es preciso definir, antes de nada, los dos conceptos que se ponen en relación en el título de este capítulo. Son conceptos económicos fundamentales, aunque no siempre quedan definidos de forma exacta.

También se la llama estructura de capital o de pasivo. Es la composición del pasivo, más concretamente, la ratio de endeudamiento. Presenta dos modalidades, aunque ambas se pueden poner en relación entre sí.

Puede ser definido como valor para el accionista o como pasivo total. Según se pretenda valorar una u otra de las magnitudes, será más indicado uno u otro concepto de ratio de endeudamiento. También estas dos modalidades están muy relacionadas entre sí.

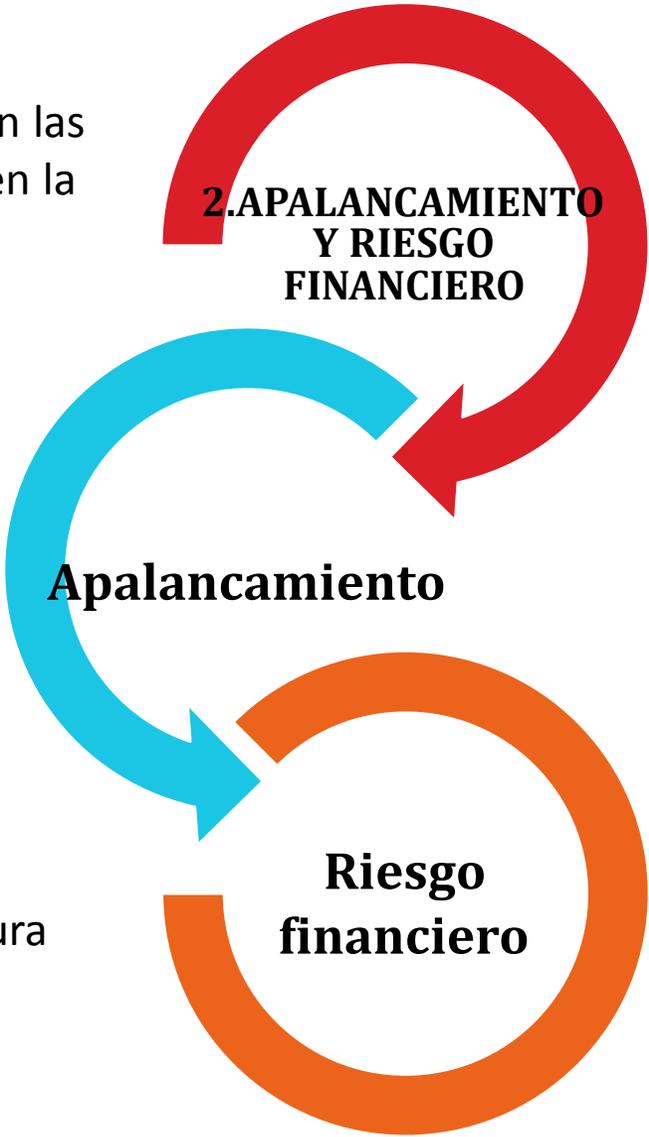


Aquí se desarrollan dos conceptos que son esenciales en las Finanzas y se relacionan entre sí, a través de su efecto en la rentabilidad y el valor de la empresa.

Es apalancada aquella operación en la que se obtiene apoyo financiero de otro agente para realizar una inversión, de forma que la rentabilidad de ésta permita recompensar a aquél y se quede con un excedente el que recibió dicho apoyo.



Variabilidad en el beneficio derivada de la estructura financiera.





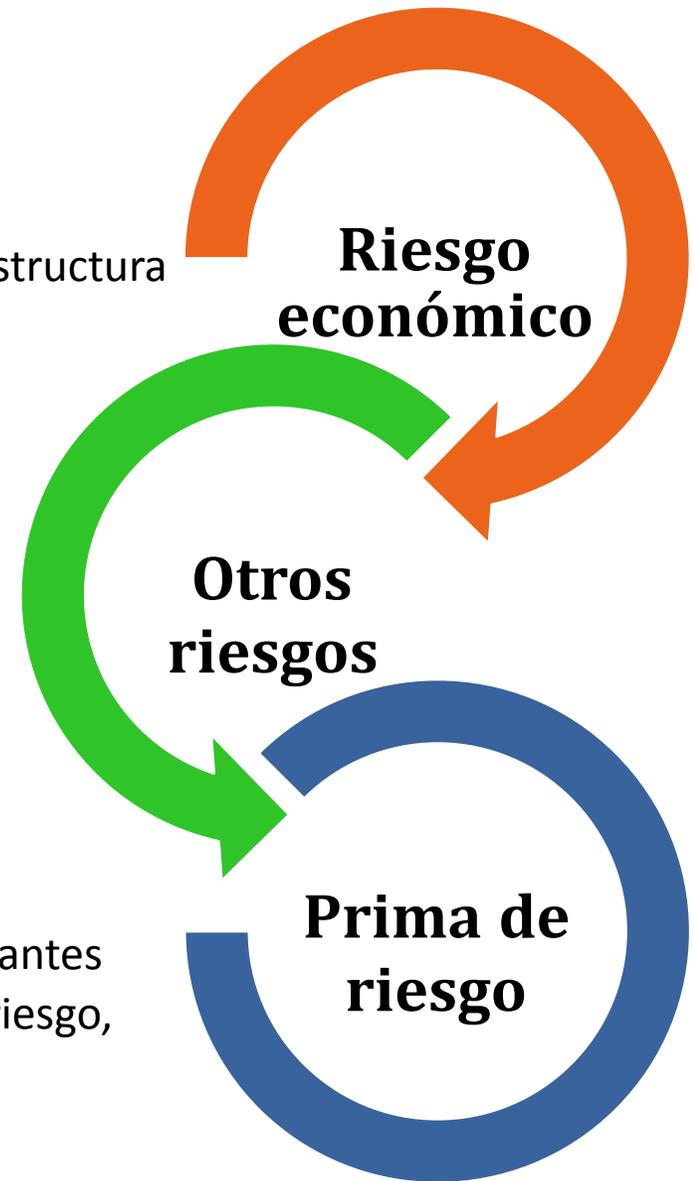
Variabilidad en el beneficio derivada de la estructura económica.

---

Se pueden asumir riesgos extraordinarios o riesgos políticos y riesgos por diferencias de cambio, especialmente, en inversiones en el extranjero o relacionadas con la exportación.



Incremento en la retribución exigida por los agentes aportantes de fondos, como consecuencia de un mayor riesgo, normalmente financiero percibido por éstos.





• Su teoría de la irrelevancia de la estructura financiera, se oponía a la tesis tradicional existente hasta ese momento, pero constituía un "armazón teórico muy bien tramado y coherente con las hipótesis...". Lo que más se ha criticado al planteamiento de M & M es precisamente eso: Las hipótesis, pues esta Teoría era una extensión a los mercados de capitales de la teoría clásica de los mercados de competencia perfecta.

### 3. La posición RE y la propuesta de Modigliani y Miller



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

### 4. La posición RN y la tesis tradicional



• Cuando estudiamos la evaluación de proyectos de inversión, solemos suponer que su riesgo económico y financiero son invariables del que tiene globalmente la empresa, por tanto, no los consideramos. Además, solemos comparar o descontar su rentabilidad con un hipotético coste de oportunidad que vendría dado por el mercado financiero.

### 5. Interacción entre decisiones de inversión y financiación



- 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. Entre los factores más importantes que determinan que un tipo de empresas se financie con una combinación de recursos distinta a la empleada u obtenida por otras, se citan el tamaño, el sector, el ámbito geográfico, etc.

## 6. Factores determinantes de la estructura financiera



# EFECTO DE LOS IMPUESTOS Y OTRAS VARIABLES

En este capítulo van a ser eliminadas algunas de las hipótesis restrictivas iniciales, especialmente, la relativa a la estacionalidad y la ausencia de costes institucionales. La existencia de impuestos y costes de insolvencia reclaman el concurso de la Teoría de costes de transacción en las Finanzas Corporativas. Tanto estos costes como la política de dividendos pueden tener incidencia en el valor de la empresa e indirectamente, demostrarán la relación de dependencia entre ésta y la estructura financiera.



## 1. Impuestos y estructuras financieras

El impuesto afecta directamente al beneficio y a los flujos de tesorería y, por lo tanto, a los modelos de valoración dinámicos.

El impuesto de sociedades afecta también a los incrementos de patrimonios del inmovilizado y también a la rentabilidad directa o indirecta del inversor y, por lo tanto, al valor que otorga a los pasivos emitidos por la empresa.



## 2. El extraño caso de las sociedades "HUCHA"

Tipo de empresas cuyo activo está formado, en su práctica totalidad, por disponibilidades. Un holding es un tipo de sociedad bastante frecuente que más adelante se definirá, pero que no constituye una sociedad 'hucha'.

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.



### 3. Costes de insolvencia financiera

Pérdida de valor que sufre la empresa por incrementar en determinada proporción su endeudamiento.

Estos costes de insolvencia se clasifican en Explícitos, donde están los gastos financieros (honorarios, tasas judiciales, gastos administrativos) y los Implícitos (clasificación del riesgo, etc.)



### 4. Autofinanciación y política de dividendos

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.

El verdadero motivo por el que los mercados dan más importancia al dividendo es la escasa fiabilidad del beneficio, sino el predominio del inversor especulativo.



### 5. El modelo del beneficio y su expresión simplificada

E. Walter enunció la "neutralidad de los dividendos en condiciones que no se satisfacen en la realidad: cuando el rendimiento de las inversiones sea igual a la tasa de capitalización del mercado".



### 6. Modelo de crecimiento de GORDON

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. Este modelo se puede formular en función de los dividendos.



# LA NEGOCIACIÓN PRIVADA

## ESPECIALIDADES DEL PROCESO VALORATIVO

**Proceso previo a la elaboración de una contratación de una compraventa en una empresa o de una comisión significativa de su capital siendo este un adelanto previo, se le conoce como una "negociación privada"**



# COSTES DE TRANSACCIÓN

## Costes de información:

En este influye Las características internas de la empresa, la del vendedor incluyendo las necesidades y posibilidades que tendrá este de financiamiento.

## Costes de negociación:

Aquellas donde la información sea inexistente o prohibida, el acontecimiento de la negociación darán algunos indicios de engaños y se empezarán a reemplazar los elevados costes de información pagando a negociadores.



# ES NECESARIO ACLARAR ESTOS TÉRMINOS PARA LA FIJACIÓN DE PRECIOS

- ❖ La situación económica y financiera actual de la empresa.
- ❖ El riesgo que está acumulando el propietario actual en una sola empresa.
- ❖ Las oportunidades de inversión.
- ❖ Necesidad de liquidez en otros negocios del vendedor.
- ❖ Complementariedad con otros negocios del comprador.



# EL VENDEDOR

Motivos por los cuales un patrono de una empresa decide transferir la propiedad de un negocio son los siguientes:

La continuidad de la empresa

Diversificación del patrimonio

Incremento patrimonial

Crecimiento y diferenciación empresarial



# EL COMPRADOR

Desde el punto de vista del comprador, los factores que tendrá más en cuenta serán: Las motivaciones del vendedor, y el análisis estratégico de la posición de la empresa.

Desde el punto de vista del vendedor: se aconseja en general, explorar la existencia de otros socios.



# EL PRECIO

Es muy complicado instaurar lo que se suele acordar como "precio". Este puede ser tanto fijo como variable. Si el precio se fija de manera decisiva no proyectara problemas; en cuanto al caso de precio variable no ocurre lo mismo, es decir, con un precio que dependa de los resultados que obtenga la empresa a largo plazo



# LAS GARANTÍAS DE LAS PARTES

La negociación concluye un acuerdo completo, en el precio y las restricciones de las operaciones en curso.  
existen varios tipos de garantías

Garantía simple

Garantías del comprador

Garantía con límite

Garantía en el cuadro de la fórmula de valoración

Garantía con franquicia

Garantías del vendedor

# LAS ADOQUISICIONES APALANCADAS

## CONCEPTO Y MODALIDADES

La compra de compañías son un tipo de acciones tendentes a la concentración y la integración, tal como fusiones, que estén relacionados con éstas, por un paso previo. Indistintamente 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.



# OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN Y PRIMA DE CONTROL

El método para este tipo de adquisiciones es lanzar a los consumidores una oferta de compra a un precio notablemente alto al del mercado. El sobreprecio que se paga por las acciones se denomina prima de control



## LAS SOCIEDADES HOLDING



Esta viene siendo una estrategia de adquisición apalancada de carteras de control que puede ir produciéndose de forma sucesiva

# OPERACIONES DE ABSORCIÓN

La absorción también suele ser definida como el crecimiento de una empresa, mediante el patrimonio de otra que va a la quiebra de una manera vertical.



Distinción entre las operaciones de absorción y adquisición



# FACTORES DETERMINANTE

El único motivo por el que las empresas en ocasiones absorben a otras es para disminuir la competencia

## LOS ACCIONISTAS MINORITARIOS ANTE LAS ABSORCIONES

Evaluando cómo interviene el desarrollo 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 beneficiar más a los de la compañía absorbente, fundamentalmente, cuando la absorción sigue a una adquisición hostil



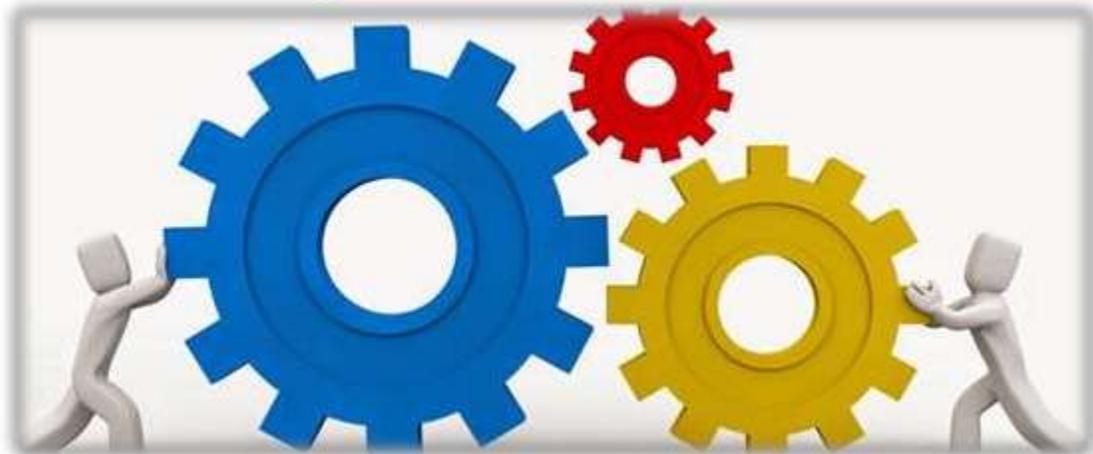
# EFECTOS POSITIVOS DE LAS ABSORCIONES

Los dividendos fiscales vienen siendo un fuerte incentivo para ejecutar absorciones. Una compañía absorbente se complace de concesiones fiscales que tenga la compañía que anhela absorber, como créditos por impuestos pagados sobre inversiones, deducciones impositivas en el extranjero o las pérdidas acumuladas.



# FUSIONES DE EMPRESAS

La maravilla de las fusiones tiene su comienzo en EE.UU a principios del sigloXX. Aparte de estos primeros del siglo, los años de mayor ímpetu en este tipo de operaciones son los años 20, el periodo de 1967 a 1969, de forma exponencial, en los 80 y 90.

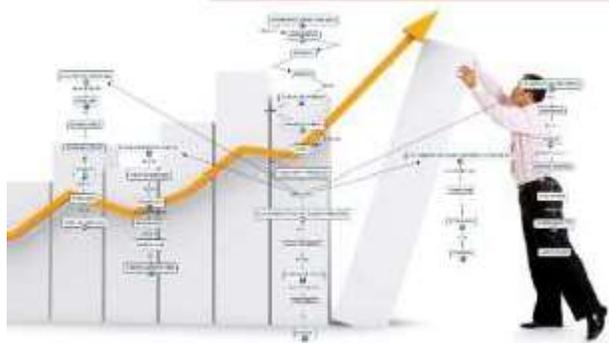


La fusión propiamente dicha, que se limita al concepto de unión en igualdad de condiciones, puede presentar varias modalidades.

**Fusión horizontal:** reside en la fusión de compañías en el interior de un mismo nivel de función, es decir, compañías que compiten entre sí.

**Fusión vertical:** esta se realiza entre una compañía y su proveedor, visto de otro punto de vista, entre una compañía y su cliente.

**Conglomerado:** acopla la extensión de la compañía hacia campos no relacionados con sus intereses actuales.



# FUSIÓN Y CONCENTRACIÓN

Según Alfonso Jiménez, director de la consultora Watson Wyatt, "vivimos en un momento en el que están cayendo las barreras geográficas, las regulaciones, y el avance tecnológico es sorprendente. Debido a esto, es hora de hacer más inversiones para seguir siendo competitivos en un mercado cada vez más universal".



# Automoción

En el sector automovilístico se está produciendo una concentración de empresas, de tal magnitud que si en los años 60 existían 52 fábricas mundiales en 1999 había 19. 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.



## Nuevas tecnologías

En el disputado mundo del *software*, America Online (con 14 millones de abonados) y Netscape (líder en el mercado mundial de navegadores informáticos para internet). Podrían plantar cara a los dos grandes competidores: Yahoo y Microsoft.



## Energía

La mayor parte de las eléctricas de los países desarrollados tienen sus mercados interiores muy saturados y empiezan a concentrarse a través de los países y los sectores.



# 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.

puede darse el caso de que la fusión, aunque pueda ser interesante por diversos motivos económicos, sea evitada debido a la regulación de determinadas formalidades que resulten disuasorias.



# ABSORCIONES ENCUBIERTAS

La caracterización de la fusión en una u otra de estas situaciones influye en el proceso de valoración de ambas sociedades. Según se trate del método de la adquisición o el método la unión de intereses, el registro y la valoración de la operación seguirán unas u otras pautas.

Si nos centramos exclusivamente en operaciones donde sólo intervienen dos sociedades fundentes, podemos encontrarnos con el caso de que una de las dos ejerza poder sobre la otra.



## 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, en donde se habrán utilizado valoraciones reales, y los valores utilizados para el registro de la operación, donde se habrá utilizado la valoración contable.

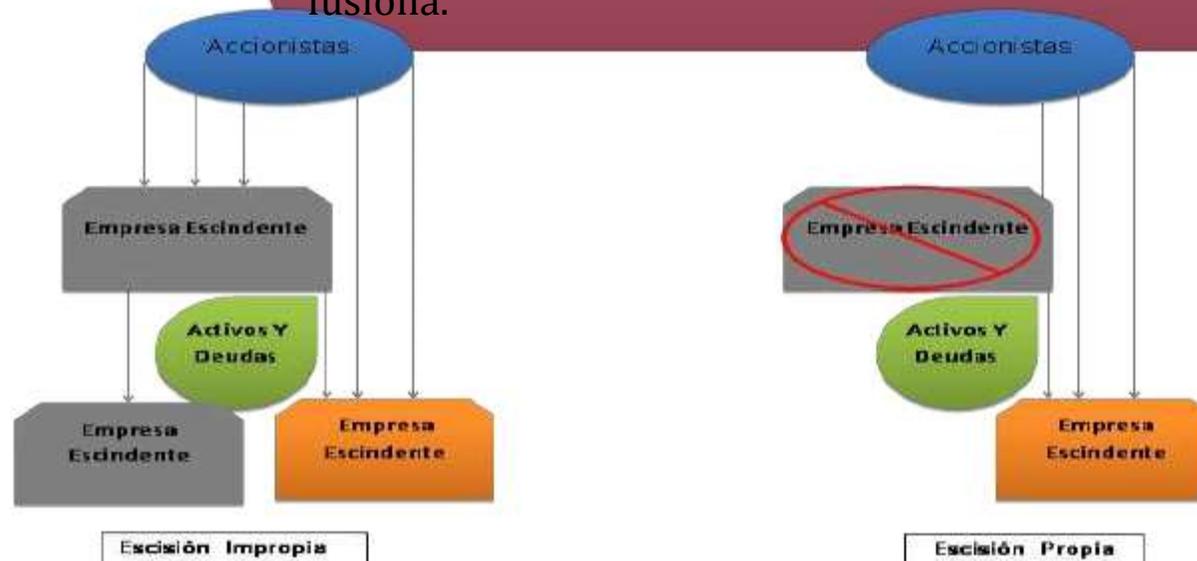
En el método de la unión de intereses no se reconoce el fondo de comercio surgido en el proceso de compra. Dado que la operación significa la continuación de la actividad de todas las entidades implicadas en el proceso, ahora bajo una única personalidad.



# CONCEPTO Y CLASES DE ESCISIONES

El concepto genuino de escisión es la operación inversa a la fusión, es decir, la empresa “común” desaparece y se crean dos o más sociedades nuevas.

Hacemos la distinción entre escisión propia e impropia, según desaparezca o no la empresa escidente. Existe otro tipo de escisión, si cabe más impropia aún, puesto que sí contribuye al fenómeno de la concentración, cuando la parte escindida no se constituye como nueva empresa, sino que se cede a una tercera sociedad, quien la absorbe o con la que se fusiona.



# 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 la escisión propia, la separación patrimonial puede suponer una separación de intereses entre los accionistas o bien una confluencia entre éstos



# 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 los casos en que los accionistas de unas y otras empresas resultantes no sean los mismos, se intentará salvaguardar el valor patrimonial que tenían todas y cada una de las acciones antiguas, pero los intereses de éstos se habrán dividido y cada uno de los accionarios estará interesado en acaparar un patrimonio mayor, en detrimento del otro accionario.



# EMPRESAS CONJUNTAS

Responde al concepto de *joint-venture* societaria, que se ha dado entre grandes empresas multinacionales y que recientemente se ha pretendido fomentar entre las PYME, para que superen algunos problemas derivados de su tamaño (Sociedades de Acción Colectiva).

Un problema importante en la creación de empresas conjuntas es distribuir los porcentajes entre empresas creadoras, que pueden ser muy distintas, de forma que normalmente ninguna de ellas ejerza el control.



# RAZONES PARA SU CONSTITUCIÓN

- ✓ Evita los costes de interactuar, de forma cotidiana, desde distintas perspectivas de intereses.
- ✓ Evita que se tengan que especificar *ex ante* complejas normas para regular el funcionamiento del acuerdo.
- ✓ es la necesidad de externalizar determinados procesos tecnológicos.

La tasa de fracaso de este tipo de operaciones es aún mayor que la de las fusiones. Las empresas conjuntas tienen una duración media de unos 7 años y en el 80% de los casos, la sociedad conjunta termina siendo adquirida por una de las sociedades fundadoras.



# 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 valoración de la cartera no debe basarse tanto en el valor contable de los bienes cedidos, sino más bien en las posibilidades de control sobre la empresa receptora, la concentración lograda, en cooperación con las restantes fundadoras y, en definitiva, la expectativa de beneficios futuros para la empresa partícipe.



# 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.



En todo proceso de valoración en que intervenga la Administración pública como una parte de la operación (transmisión del negocio, la empresa o parte de sus activos o sus acciones) existen dos puntos delicados.

# SIGNIFICADO DEL CONCEPTO DE REVERSIÓN

En determinadas concesiones administrativas, se establece que a su término el concesionario deba restituir a la Administración los inmovilizados de la explotación en un determinado estado de uso o con un determinado valor. Al valorar un negocio con activos revertibles, hay que deducir, de los beneficios esperados, la dotación a un fondo de reversión, cuyo cálculo conlleva dificultad de no conocerse el coste de reposición en el momento de asumir la concesión.



# VALORACIÓN DE ACTIVOS REVERTIBLES

El Plan General de Contabilidad aclara, a este respecto, que los activos revertibles, igual que cualquier otro activo, deberán valorarse por su precio de adquisición o coste de producción. Dado su carácter de expendio, el importe que previsiblemente tendrá el activo en la fecha de la reversión, deberá ser constituido en forma de reserva durante los años previos al fin de la concesión.



EXCELLENT



GOOD



BAD



# 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.

Si las condiciones generales o particulares de la convocatoria establecen alguna contraprestación por parte de la Administración pública para dicha reversión, en este caso, los activos sujetos a reversión deberán ser valorados por dicho importe, a efectos de establecer el precio de la operación (Adquisición o absorción).



# VALORACIÓN DE EMPRESAS REVERTIBLES

En algunos casos, puede ser la totalidad del negocio o incluso la titularidad de la empresa la que esté sujeta a reversión (nacionalización). 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 este negocio.



## NOCIONES PREVIAS EN LAS PRIVATIZACIONES

El concepto de privatizaciones tan conocido como fácil de definir. En términos generales, consiste en la venta de empresas que han sido constituidas o, en su caso, nacionalizada por el Estado u otro ente público a propietarios de capital privado. Son un recurso muy usual en los Estados de nuestro entorno.



## PROCESOS DE PRIVATIZACIÓN. LA OFERTA PÚBLICA DE VENTA

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.

De forma un tanto imprecisa, el tema del régimen de explotación o la titularidad de las empresas y servicios, es decir, su carácter público o privado, ha tendido a relacionar-se con la eficiencia operativa, con la creación de empleo y con los procesos de concentración o regulación en los mercados.



# 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. En su afán por ser eficiente, la Administración puede cometer injusticias frente al administrado.



# Privatización y competencia

Salvo que la empresa privatizada modifique su objeto social, el cambio de titularidad del capital de la empresa no añade ni sustrae ningún competidor al sector; por lo tanto, no afecta, en principio, a la competencia. Además, ocurre que el carácter privado de la compañía no impide que existan barreras de entrada al sector. Existen, por ejemplo, concesiones administrativas que se otorgan a compañías privadas en régimen de monopolio.



## Privatización y liberalización

Asociar la figura de la privatización con la liberalización de sectores supone, 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

Esta relación suele ser observada como una necesidad fatal de las privatizaciones. La determinación y frecuencia con que se asume su validez proviene, probablemente, de la conjunción de otras dos conjeturas: Que el capital privado es más eficiente que el público y que el factor humano lo es menos que el capital tecnológico.



## Capital Público y Eficiencia

Esta idea es una de las más típicamente implantadas en la cultura española, en temas de ámbito socioeconómico, como las privatizaciones, las nacionalizaciones o las concesiones administrativas. Se suele entender que la persecución de fines sociopolíticos hace ineficientes a las empresas públicas. Normalmente, por este motivo, la privatización se percibe como prelude de despidos.



# Capital público y poder de mercado

Desde la formación del Mercado Común, están prohibidas en todos los países de la Unión Europea las subvenciones favorecedoras de determinadas empresas, por constituir un obstáculo a la libre competencia. En cualquier caso, las ayudas en razón del fomento del empleo, la innovación tecnológica, la pequeña y mediana dimensión empresarial, las actividades estratégicas, culturales, etc. se otorgarán con independencia del régimen de propiedad de cada empresa.



## LA 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. Con motivo de la intención de compra de Telefónica por parte de una empresa pública holandesa, la Comisión Europea llevó a España ante el Tribunal Europeo de Justicia el 5 de julio de 2000 por mantener una acción de oro en los antiguos monopolios estatales.



# 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. En ocasiones, por motivos de conmoción social, se aprueba, con cargo a presupuestos públicos, la constitución de un fondo que garantiza un porcentaje alto del principal de las inversiones.



# NACIONALIZACIONES

## IMPORTANCIA HISTÓRICA

- En la historia se visualiza que la práctica de la nacionalización está más relacionada con la tierra que con empresas, visto de otra forma, se expropia más al terrateniente que al capitalista.
- Para el siglo XIX en España se dio un forcejeo político conocidos como desamortización de latifundios. Ya para el siglo XX considerando el ambiente político se aplican son las prácticas imperialistas de las grandes potencias. Con respecto, a nuestro país el alcance político de estas prácticas es muy actual y entristecedor.

## NACIONALIZACIÓN, EXPROPIACIÓN E INTERVENCIÓN

- Se pueden considerar lo contrario a las privatizaciones pero que sin embargo conservan similares argumentos.
- Se encuentra el concepto de expropiación de empresas, el cual consiste en un procedimiento administrativo emanado de una decisión política ya que se debe hacer un estudio de mercado para aplicar un modelo de valoración basado en un “justo precio”.

## EL PROBLEMA DEL JUSTO PRECIO

- La expropiación de terrenos es la más afectada por la nacionalización aunque si en dicho terreno se encuentra una empresa, la misma se puede ver totalmente afectada, entonces si su actividad está íntimamente ligada con el lugar donde ubica, el justo precio debe ascender a lo que se estimaría razonable pagar por la empresa o sino indemnizar por una causa de traslado.
- Para la resolución de conflicto entre expropiado y administración, el veredicto descansa en el parecer experto de un perito que profesionalmente es un economista. Por lo cual, el caso se resuelve fuera del mercado, pero el perito conserva su decisión como si lo fuera y generalmente, su trabajo es muy laborioso.

## LOS MERCADOS FINANCIEROS Y LA NACIONALIZACIÓN

- Se debe considerar el caso en que un ente territorial o una empresa pública como la SEPI nacionalice una empresa privada mediante OPA. Puede verse desde el punto de vista de un “Pacto de estabilidad” suponiendo que la empresa se encuentre en una crisis que implique regulaciones de empleo.
- En la nacionalización apalancada sería una ventaja que el sector público pudiera aprovecharse del porcentaje de accionariado disperso entre el público conocido como “capitalismo popular de estado”.
- También, la empresa puede seguir siendo privada si opta por deshacerse de aquellos negocios que no son interesantes para ella y traspasarlos o vendérselos al Estado para su nacionalización considerando que esta acción puede repercutir en el valor que puedan percibir los accionistas.



# Valoración de las PYME y los Nuevos Mercados

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

### Cuantitativa

Según la estadística de los países que conforman la OCDE, las empresas pequeñas o medianas superan el 95% del total, y en la mayoría de estos países, estas son las que asumen más del 60% del empleo.

El elemento que explica la importancia de las PYME es la especialización sectorial de una economía determinada admitiendo la tradición y cultura empresarial de cada región como un factor que interviene.

### Cualitativa

Su relevancia también radica en la necesidad de las empresas de tener protección oficial, por la presencia de determinadas debilidades estructurales. El apoyo oficial a las PYME nace en las políticas públicas de la Unión Europea.

De acuerdo, a ciertas iniciativas recientes se ha hecho la promoción de la implantación de incentivos fiscales para los programas de formación en la empresa, la contratación de personal cualificado o las adquisiciones de equipamiento y proyectos tecnológicos por parte de las PYME.

### Creciente como objeto de investigación

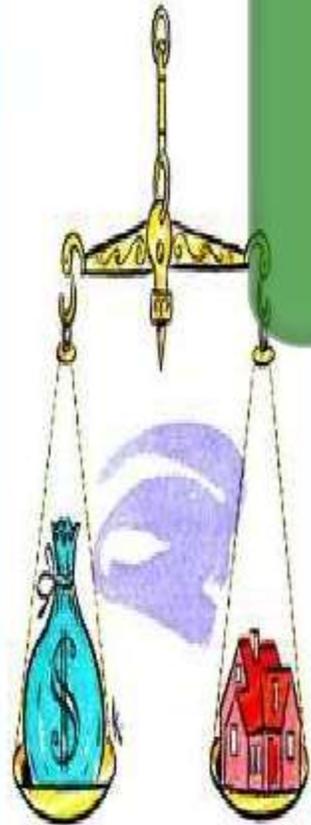
De acuerdo, a la manera en compiten las empresas, tomando en cuenta su tamaño, se ha estudiado desde el enfoque de mercado de productos y dentro del marco de la dirección estratégica y la comercialización.

Por medio de dichos estudios, se han notado desigualdades en el acceso a los mercados de factores. También, la complejidad de las grandes empresas, ha favorecido el interés en las PYMES donde las corporaciones transnacionales financian sus propios estudios sobre las mismas atendiendo a su comportamiento y necesidades.

## PARTICULARIDADES DE LA VALORACIÓN DE PYME

### Empresas de nueva creación

- Estas necesitan contabilizar el patrimonio según el principio de adquisición. Donde se presupone el principio de empresa en funcionamiento, por ello, las estimaciones que se efectúan son con respecto a beneficios futuros, considerándose la existencia de activos intangibles que no se pueden estimar por su carácter incierto. Esto se da cuando es una empresa pequeña de nueva creación, en cambio sí creada como filial de una gran empresa o con inversores que aportan intangibles, así si se puede estimar dichos activos intangibles para la nueva empresa.



### Empresas Familiares

- En estas empresas, no sólo 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 porque los miembros de una misma familia tienen distintas visiones del negocio y sucede cuando todos son administradores o pueden nombrar administradores. Se considera un negocio de carácter familiar cuando una gran parte del capital está en manos de una o más familias y cuando la dirección está asegurada por uno o más miembros de estas mismas familias.



### Empresas tecnológicas

- Al hablar de cotizaciones en mercados tecnológicos, no se trata un tema relacionado con la PYME, a pesar de apoyar sus actividades en ordenadores y las operaciones realizadas a través de internet. La admisión de empresas cuyo activo contable es pequeño o mediano se puede abrir paso en sectores de alta tecnología contemplando el riesgo característico a su tamaño suponiendo el reconocimiento de recursos que se incorporan al activo inmaterial, en forma de aplicaciones informáticas o propiedad industrial e incrementando el tamaño de la empresa, aunque en parte siguen siendo intangibles.

# Las PYME y los Nuevos Mercados de Valores

**Los segundos mercados** son aquellos que hacen posible la admisión a cotización de empresas, ya que de otra forma les resultaría difícil acceder a los mercados oficiales debido a los requerimientos de admisión de los mismos.

➔ Por medio de la Ley del Mercado de Valores, las Sociedades y Agencias de Valores sustituyeron a los antiguos Agentes de Cambio y Bolsa y las cuatro bolsas participaban en una Sociedad de Bolsas. Muchos años después, en 2001 se formalizó la constitución de MEFF Holding, la sociedad tenedora del denominado holding de mercados financieros.

➔ Para el año 1982 empezó a funcionar el segundo mercado bursátil en la Bolsa de Barcelona, también en Madrid en 1986. Actualmente, tiene una participación testimonial, debido a la poca diferencia que se establece respecto al primer mercado con respecto al capital mínimo exigido para cotizar en él, la inexistencia de ventajas fiscales, etc.

➔ Entre otras ideas, un suceso importante fue la desaparición del Neuer Markt alemán en junio de 2003, el cual era el mercado tecnológico más importante de Europa. También en julio desapareció el *Switzerland New Market* helvético y en noviembre el *Nasdaq Europe* de Luxemburgo.

➔ Otra hipótesis plausible es que la competencia entre los mercados europeos ha sustituido a estas plataformas, tecnológicamente más antiguas. Al basarse en nuevas tecnologías se da un rápido crecimiento de las nuevas empresas admitidas a cotización incorporando un alto riesgo económico, por lo cual es que se establece un mercado específico para las mismas.



# La Valoración de PYME y el Capital de Riesgo

## RAZÓN DE SER DEL CAPITAL DE RIESGO

El interés en este tópico reside en su especificación para PYME ya que se establece un legislador para las entidades de Capital Riesgo, incentivos fiscales a la financiación de entidades que no cotizan en Bolsa de Valores, de forma que el mayor riesgo de sus operaciones se compensen con una mayor rentabilidad financiero-fiscal. Se considera que el capital de riesgo como una modalidad financiera donde aparecen las entidades de capital de riesgo (ECR) cuya finalidad es 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.

Por lo tanto, se habla de un inversor institucional con 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. Siguiendo con las ECR estas pactan con los vendedores de las acciones y la conservación del equipo gestor. Suelen comprometerse a vender sus participaciones, una vez rentabilizado el proyecto.

También, existen otros medios para salir de la empresa como la recompra por sus propios accionistas promotores, la compra por un tercer grupo, por medio de fusión o adquisición o la venta en el Segundo Mercado Bursátil. En cuanto a retribuciones de la entidad será la plusvalía que obtenga en la recolección de su participación, la ERC se interesa en los activos intangibles de la empresa participada ya que no son íntegramente embargables. Por esta razón, la implicación de la ECR en la gestión de la PYME es mucho más interesan-te que la de los intermediarios del sistema crediticio.





## Entidades de capital de riesgo



- Sociedades de capital de riesgo (SCR):** sociedades mercantiles, de carácter financiero, con forma de Sociedad Anónima.
- Fondos de capital de riesgo (FCR):** entidades no consideradas personas jurídicas, sino una mera sindicación de aportaciones de particulares en inversiones temporales en capital.



## Sociedades gestoras de entidades de capital de riesgo (SGECR)



- Gestionan los FCR y pueden administrar los bienes de las SCR, aparte se les permite realizar las labores de asesoramiento previstas para las SCR.



## Consortios de capital riesgo



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

**Clasificación de los operadores del sector**



Comprobamos que ésta modalidad de financiación no está muy al alcance de la empresa naciente, sino más bien, de las que están en expansión.



Existe un riesgo inherente de las innovaciones empresariales unido al de las empresas nacientes es considerado por las entidades financieras como un elemento que les disuade de convertirse en colaboradores financieros de las PYME a otras empresas que consideran el capital de riesgo.



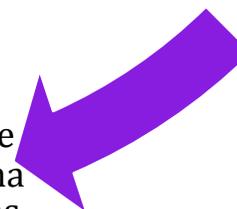
- 1)Seed financing
- 2)Start-upfinancing
- 3)Expansion financing
- 4)Buy-out financing



Las PYME no suele poseer reservas para este tipo de financiamiento, por lo que hacen apelación a otros tipos de recursos propios de procedencia externa lo que parece ser una solución bastante deseable, siempre que exista algún ente dispuesto a suscribirlos.



El tipo de financiación que conceden las ICR se ha clasificado en 4 categorías, según la etapa en que se encuentre la PYME.



# Valoración de Empresas en Dificultades



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. Sucede que la refluotación de empresas en dificultades suele requerir la intervención de alguna autoridad pública y el cambio posterior de propietarios, cuyas particularidades supondrían mejores perspectivas de inversión y reconversión.

Muchas empresas pasan por etapas de crisis, es decir, situaciones anómalas, de carácter predominantemente negativo, que presagian un cambio. Donde se debe dar una reestructuración del proceso que busca una mejora de la eficiencia eliminando errores cometidos en el pasado y adaptando a la empresa a las nuevas condiciones del entorno.



Para estas empresas se conocen varios tipos de compradores conformados por los profesionales de compra que retoman las empresas, los compradores individuales que pueden ser miembros de la empresa o compran con el fin de conservar un empleo y desarrollarse profesionalmente, otras empresas de la profesión, los antiguos accionistas, los órganos judiciales y la dirección de la empresa.



Para su valoración, se estimará el activo neto y la capacidad de la empresa rectificable de generar beneficios. Se descontará un valor a término que contenga el importe de la inversión a realizar contra el valor actual de las rentas futuras

En caso de compra de acciones mediante precio negativo, éste puede entregarse bajo forma de un contrato de suministros en condiciones privilegiadas o una cesión del control de la sociedad.

## 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, conforme al artículo 260.14º de la LSA.



La valoración tenderá a identificar la posibilidad de que ésta disponga de un patrimonio realizable que sea positivo, en términos netos. En el caso de quiebra patrimonial jurídicamente declarada y ejecutada, no procederá la valoración de la empresa





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.

Algunas medidas para realizarla es la prórroga o periodo de solución que consiste en posponer las fechas de pago por lo menos de una parte del pasivo a corto plazo de la empresa, incluyen el pasivo a largo plazo que está a punto de vencerse .

Algunas de las ventajas de este proceso son las siguientes:

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

Y en la adquisición aplicar un plan de transacción que cuente con la aceptación del acreedor, a quien el comprador adelanta un porcentaje importante de la cantidad que se le adeuda. Tiene la ventaja de que la situación no se prolonga como en la prórroga.

En conclusión se tiene que a determinación del potencial de supervivencia es una acción en gran medida intuitiva, pero en la mayoría de los casos, el comprador tratará de consultar o averiguar por algún procedimiento la actitud de prestamistas, proveedores y otros agentes interesados acerca de la conveniencia de la transmisión.

## LAS OPORTUNIDADES DE REESTRUCTURACIÓN



“Las grandes multinacionales son pequeñas empresas que han tenido éxito”

Robert Townsend

