

FUNDAMENTOS DE VALORACIÓN DE EMPRESAS

Alfonso Galindo Lucas

ÍNDICE

PREÁMBULO

Parte I

FUNDAMENTOS TEÓRICOS

Capítulo Primero.

LA VALORACIÓN FINANCIERA DE LA EMPRESA.

Capítulo Segundo.

LA VALORACIÓN DE ACTIVOS

Capítulo tercero

LA VALORACIÓN DE ACCIONES

Capítulo cuarto

VALORACIÓN DEL PASIVO EXIBIBLE

Capítulo quinto

ESTRUCTURA FINANCIERA Y VALOR DE LA EMPRESA

Capítulo sexto

EFFECTO DE LOS IMPUESTOS Y OTRAS VARIABLES

Parte II

ESCENARIOS EN LA PRÁCTICA DE LA VALORACIÓN

Capítulo Séptimo

LA NEGOCIACIÓN PRIVADA

Capítulo Octavo

ADQUISICIONES APALANCADAS

Capítulo Noveno

OPERACIONES DE ABSORCIÓN

Capítulo Décimo

FUSIONES DE EMPRESAS

Capítulo Undécimo

ESCISIONES DE EMPRESAS

Capítulo Duodécimo

EMPRESAS CONJUNTAS

Parte III

LA VALORACIÓN DE EMPRESAS Y EL INTERÉS PÚBLICO

Capítulo Décimo-tercero

VALORACIÓN DE ACTIVOS Y EMPRESAS REVERTIBLES

Capítulo Décimo-cuarto

PRIVATIZACIONES

Capítulo Décimo-quinto

NACIONALIZACIONES

Capítulo Décimo-sexto

VALORACIÓN DE LAS PYME Y LOS NUEVOS MERCADOS DE VALORES

Capítulo Décimo-séptimo

CAPITAL RIESGO

Capítulo Décimo-octavo

VALORACIÓN DE EMPRESAS EN DIFICULTADES

BIBLIOGRAFÍA BÁSICA

PREÁMBULO.

Este libro debe ser entendido como un manual básico que no hace más aportación al conocimiento científico que la didáctica de su exposición. Esto es visible, sobre todo en la primera y segunda parte, aunque también es un ensayo acerca de la problemática general de lo que se ha denominado “el proceso valorativo”. En la segunda parte se trata de aproximar dicha problemática a particularidades en las que hasta ahora no se ha profundizado. En la tercera parte, esta particularización se hace un tanto polemista y trasciende a discusiones que tradicionalmente han sido ajenas a la Economía de la empresa. No se pretende mostrar de forma exhaustiva cada uno de los modelos de valoración y sus demostraciones analíticas, sino más bien encuadrar la necesidad a la que responde la valoración de empresas, los motivos para adoptar distintos métodos o ecuaciones, la factibilidad de su aplicación, la disparidad de situaciones en que puede producirse, etc. La práctica de dicho proceso desafía a las teorías defendidas en la valoración de empresas, en particular, y en las Finanzas, en general.

Conservando la fidelidad a los vocablos usados en otros libros y manuales muy conocidos, la redacción que se usa tiene la pretensión de ser accesible a estudiantes universitarios hispanohablantes. Conviene leer los temas de forma secuencial, aunque no es difícil buscar aplicaciones (más que soluciones) a problemas puntuales. En el índice aparecen, claramente delimitadas, una primera parte de fundamentos teóricos y otras dos en las que se comenta la aplicabilidad de éstos. En general, es preciso tener claros los conceptos contables elementales, aunque para el lector no especializado se explican aquellos conceptos que son considerados básicos entre los economistas y que soportan el resto de los razonamientos. Para lectores ajenos a nuestras disciplinas, tal vez resulte posible prescindir de los capítulos 5º y 6º de la primera parte, sin que se pierda la secuencia argumental del libro, aunque, en todo caso, es importante conocer el contenido de los dos primeros apartados de ambos capítulos.

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, especialmente por tres motivos:

El primero es su dificultad. Muchos trabajos que pretenden explicar el razonamiento adoptado por los agentes del mercado más bien tratan de justificar cuál debería ser ese razonamiento. En este texto, no se pretende establecer un procedimiento estricto o formulación exacta, sino dar a conocer, precisamente, la multiplicidad de elementos que pueden formar parte del valor de un negocio y en qué circunstancias, indicando, a modo de fórmulas, siempre perfeccionables, las relaciones de causalidad entre variables económicas.

En segundo lugar, de 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., cuyos ejemplos más

significativos se citarán. En cada caso, se trata de establecer los elementos susceptibles de ser considerados y de explicar las variables que influyen en la formación de precios.

Para mayor dificultad, al carácter incierto de las variables, por ser sus valores aleatorios y su importancia relativa y discutible, se une la evidente dosis de subjetividad en el acto de valoración. Todas estas imprecisiones hacen que la mayoría de las estimaciones que se realizan sean controvertidas y muchas de ellas contenciosas. La denominada 'Nueva Economía' aspira a generar un nuevo paradigma teórico, en el que los fenómenos económicos trascendentes parecen estar basados en la información y el conocimiento. A pesar de ello, los economistas parecen olvidar con frecuencia el elemento de coste que la información debería suponer en los cálculos valorativos. Una novedad importante en el enfoque que desarrollo es precisamente la consideración de dichos costes en los planteamientos iniciales del proceso valorativo, aunque no en la formulación.

Existen inconvenientes en casi todos los métodos de valoración manejados por instancias científicas, que hacen que, en la práctica, rara vez sean aplicables, tal y como figuran en los manuales o que, en su aplicación, lleven a decisiones equivocadas o injustas. Por lo general, como veremos, los métodos de valoración que se aceptan como más idóneos, desde el punto de vista teórico, son los más difícilmente aplicables y viceversa, principalmente debido a la necesidad y el coste de hacer estimaciones.

Salvando ciertas experiencias de valoración más bien singulares e inestables, basadas en variables comerciales, por lo general se proponen criterios de índole financiera, obedeciendo al enfoque más aceptado, desde la perspectiva teórica. Los fundamentos de las finanzas se aplican al tema concreto de la valoración de empresas en la primera parte de este libro, de forma que lleva el título "fundamentos de la valoración de empresas". Ninguno de los modelos de valoración que se presentan es aportación de este autor, aunque sí la opinión crítica acerca de su utilidad.

En la segunda parte apenas se exponen métodos de valoración adicionales, sino que se plantean problemas y singularidades que se pueden presentar en su aplicación, en función del tipo de empresa o de operación o de otras circunstancias. Todos los tipos de operaciones tratadas en el resto del libro se pueden enfocar desde el punto de vista de los accionistas minoritarios o de los grupos de control que ejercen como partes en la transacción. Se puede dar el caso de que existan o no accionistas minoritarios y de que los títulos coticen o no en mercados organizados. En muchas ocasiones, nos veremos en la obligación de suponer que todas las empresas tienen las características de las de gran tamaño, en el sentido de que les interesa mantener el valor de cotización más o menos estable para garantizar la suscripción de sus emisiones y apalancar la ostentación de derechos de voto con un accionariado disperso. Conviene adelantar que, a veces, en la práctica, se plantea un problema de agencia ente éste y la dirección de la empresa. En general, lo que le interesa al director financiero es mantener estable, en determinada tendencia, el valor de las acciones, a fin de asegurar la suscripción de nuevas emisiones, mediante la señal de ofrecer activos con escaso riesgo.

Cada uno de los casos especiales que estudiamos en la segunda y tercera parte constituye un acontecimiento traumático que puede suponer perturbaciones positivas o negativas en el valor de las acciones, especialmente, en los mercados de negociación. El gerente o director financiero (a veces, nuevo equipo directivo) tendrá la tarea posterior de estabilizar las cotizaciones, mediante políticas de dividendos, maquillaje de beneficios, etc., evitando que el mecanismo de ajuste se convierta en inestable.

El carácter polémico de la valoración afecta a temas de interés público, como la prestación de servicios públicos, la empresa pública, la función social de la propiedad, la concentración de mercado, el carácter estratégico de los sectores, etc. Por eso, se ha dedicado una tercera y última parte de este trabajo a situaciones y operaciones en que concurren la valoración de empresas y las decisiones de origen político.

En esta “valoración del proceso valorativo”, de carácter teórico y práctico, no se puede ocultar cierto grado de subjetividad, tal vez expuesta a nuevas críticas. Con todo, queda garantizado es que este trabajo no está encaminado a hacer el comportamiento de los inversores más predecible, con el fin de poder anticiparme a él, ni, por el contrario, infundir inestabilidad al sistema de precios. Cualquier efecto psicológico de un trabajo científico sobre la realidad que estudia debe ser evitado, aunque eso no legitima la publicación de mentiras optimistas u omisiones piadosas, que resten o dificulten la adquisición de conocimientos. Durante mucho tiempo, estuve considerando la conveniencia de alertar al pequeño inversor acerca del carácter arriesgado de las inversiones en bolsa y explicar las implicaciones sociológicas del fenómeno de la volatilidad. Cuando por fin me decidí a hacerlo fue en un programa de televisión en el que fui consultado con motivo de un famoso fraude bursátil, casualmente el mismo día del desastre humano y financiero de Nueva York. En casos como éste o ante los no menos célebres escándalos financieros, el que no pierde patrimonio, pierde liquidez. A lo largo del libro se dejará constancia de que ésta última confiere a los mercados bursátiles su principal función.

La mera existencia de este trabajo es producto del acontecer cotidiano de la práctica docente. Los comentarios y reflexiones que han surgido en su desarrollo son el origen y gran parte del contenido de este libro y no se habrían formado como ideas de no ser por las preguntas y sugerencias de alumnos universitarios en el curso de las clases o en la discusión de trabajos escritos. Debido al riesgo de olvidar algún nombre en una larga lista de colaboraciones, prefiero manifestar mi agradecimiento general a la buena disposición de mis asiduos alumnos para con la asignatura que trata la problemática de la valoración. El merecimiento alcanza, de manera particular, a Ricardo Sánchez, que fue profesor responsable de dicha asignatura y, en general, a la Universidad de Cádiz y a los compañeros que me animaron a realizar mi trabajo o me ayudaron a esclarecer ideas. Juan Carlos Martínez Coll, de la Universidad de Málaga ostenta el mérito de publicar en eumed.net no sólo esta obra, sino varios precedentes. Sin menoscabo de alumnos y compañeros, mis maestros son los máximos acreedores a la dedicatoria de mi primer libro.

(Mayo de 2005)

Parte I:

FUNDAMENTOS TEÓRICOS

Capítulo Primero.

LA VALORACIÓN FINANCIERA DE LA EMPRESA.

1. Introducción
2. El objetivo de la empresa y su aspecto financiero
3. Valor, precio y excedente de las partes
4. Precio y contexto de las transacciones
5. Importancia de la información en la valoración de empresas.

Bibliografía

Capítulo Segundo.

LA VALORACIÓN DE ACTIVOS

1. Limitaciones del valor teórico o contable
2. Importancia de los intangibles
3. Métodos de valoración estáticos
4. Introducción al mercado de valores. La tasa “q” de Tobin
5. La ratio PER y el payback.

Bibliografía

Capítulo tercero

LA VALORACIÓN DE ACCIONES

1. Valoración por descuento de flujos. El “principio fundamental”
2. El método del Factor de Conversión
3. El modelo de las oportunidades de inversión.
4. La formulación clásica y moderna. Análisis comparativo.

Bibliografía

Capítulo cuarto

VALORACIÓN DEL PASIVO EXIBIBLE

1. Peculiaridades de la renta fija.
2. Valoración de deudas e inflación.
3. Valoración de deudas y riesgo de cambio.
4. Valoración de deudas a interés variable.

Bibliografía

Capítulo quinto

ESTRUCTURA FINANCIERA Y VALOR DE LA EMPRESA

1. Conceptos previos
2. Apalancamiento y riesgo financiero
3. La posición RE y la propuesta de Modigliani y Miller
4. La posición RN y la tesis tradicional
5. Interacción entre decisiones de inversión y financiación
6. Factores determinantes de la estructura financiera

Bibliografía

Capítulo sexto

EFFECTO DE LOS IMPUESTOS Y OTRAS VARIABLES

1. Impuestos y estructura financiera.
2. El extraño caso de las sociedades 'hucha'.
3. Los costes de insolvencia.
4. Autofinanciación y políticas de dividendos.
5. El modelo del beneficio y su expresión simplificada.
6. El modelo de crecimiento de Gordon.
7. Otros trabajos sobre políticas de dividendos.

Bibliografía

Capítulo Primero

LA VALORACIÓN FINANCIERA DE LA EMPRESA

1. INTRODUCCIÓN

El tema del valor ha venido siendo fundamental en la Ciencia Económica desde que ésta se diera por inaugurada con Adam Smith y su distinción entre “valor de uso” y “valor de cambio”, lo cual otorgaba a los bienes económicos una cualidad intrínseca y otra externa, dependiente de varias voluntades. David Ricardo dio la siguiente definición: El valor de una cosa [es] la cantidad de cualquier otra cosa por la que podrá cambiarse... Esa otra es normalmente el dinero, tema también crucial en la Teoría Económica.

Independientemente de que las cosas tengan ‘valor simbólico’, ‘valor sentimental’, en definitiva, “valor de uso”, el presente trabajo se centra exclusivamente en aquella valoración que es susceptible de formar precios, la valoración en unidades monetarias. No hay que desdeñar la advertencia de Albert Einstein de que “no todo lo cuantificable es importante ni todo lo importante es cuantificable”, aunque el ámbito de este trabajo está limitado a lo que es importante y además cuantificable. Es imaginable, por tanto, que la venta de un elemento con valor sentimental implique una conversión a moneda que, desde el punto de vista también sentimental o psicológico, implique una pérdida o una ganancia, pero su cálculo, aunque fuese posible, no es generalizable a cualquier propietario. En grandes números de transacciones, esas pérdidas o ganancias subjetivas se tienden a compensar y se puede suponer que la racionalidad del sujeto se define en función de la ganancia o pérdida patrimonial.

Las transacciones en que se valoran empresas consisten normalmente en transmitir la propiedad de la totalidad o parte de un negocio o del capital o en el cambio de titularidad de las acciones de una compañía. La adquisición o venta de acciones puede implicar la toma o pérdida de control en la empresa y la potestad de disponer de los bienes y negocios, que nuevamente tendrán que ser valorados (tasación o peritación) para transmitirlos o traspasarlos respectivamente. Así pues, nos encontraremos con dos tipos de valoración con distinta problemática: La de los pasivos y la de los activos de la empresa.

La literatura existente ha relacionado siempre el valor de la empresa con cuatro temas fundamentales: Los objetivos de la empresa, la estructura financiera, la política de dividendos y, más recientemente, el tamaño. "La Economía Financiera es la pretendida Ciencia del valor" (Martín Marín y Trujillo Ponce) y, por tanto, el marco desde el que abordaremos cada uno de dichos temas y propondremos algunos otros. En la década de los 60, la Economía Financiera comenzó a asumir un enfoque normativo y analítico y Solomon proporcionó una trilogía de cuestiones básicas en la administración financie-

ra de la empresa: Dimensión empresarial, selección de inversiones (*Capital Budgetting*) y obtención de financiación adecuada y al menor coste para éstas. Estas tres cuestiones están estrechamente relacionadas con la problemática de la valoración de empresas que aquí presentamos.

En los años 90, el gran tema de las Finanzas corporativas ha sido la financiación de la PYME, que irrumpe en los ámbitos académicos como un tema carente de cobertura científica, ante la complejidad que iban adquiriendo las restantes cuestiones financieras relativas a la gran empresa, incluyendo el estatus del directivo financiero y las modalidades de su retribución. Hoy se admite que “las finanzas académicas parecen encontrarse en una encrucijada [y que] la investigación en finanzas durante los últimos cuarenta años no parece satisfactorio, pues muchas cuestiones... lejos de haber sido resueltas, se han visto aún más complicadas” (Azofra y Fernández., pp. 136 – 137.).

2. EL OBJETIVO DE LA EMPRESA Y SU ASPECTO FINANCIERO

La empresa puede tener entre sus objetivos mantener o conseguir un determinado valor o bien otros objetivos que, de forma indirecta, determinen el precio de la empresa. La valoración de la empresa está siempre en función de unos objetivos (López Carbarcos, 1999, p. 55). 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, etc., enmarcables en unos objetivos más generales. A grandes rasgos, estas son las finalidades que los economistas han atribuido a las empresas:

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

La Teoría Económica ha definido a las empresas como unidades de producción (de bienes y prestación de servicios), 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. Las Economías Centralizadas, de planificación estatal, se fijaban objetivos en términos de cantidad y (no siempre) calidad. Aquí el concepto de objetivo se identifica con el de objeto social, que es conocido, declarado y obligatorio para todas las empresas, de forma que, valga la redundancia, es el más ‘objetivo’ de los objetivos asignados por la teoría a la empresa.

2) *Objetivo clásico: Maximización del beneficio.*

Este objetivo no es independiente del sistema económico ni, por tanto del factor ideológico. Si se presupone que el objetivo de las empresas es maximizar el beneficio, y que el objetivo de la Economía de la Empresa, como Ciencia Social, coincide con los

objetivos de las empresas —lo cual es muy discutible— eso significaría que el objetivo del economista sería maximizar el beneficio de las empresas. He aquí un primer asunto espinoso, puesto que la empresa puede concebirse como un conflicto de intereses, que pugnarán por la maximización de variables distintas. Para los trabajadores, por ejemplo, es más relevante el valor añadido, para los accionistas, el beneficio neto, para los acreedores, el beneficio bruto después de impuestos, para el fisco, antes de impuestos, para los directivos, la autofinanciación, etc. En general, los economistas nos decantaremos por medidas de eficiencia y, a lo largo de los siguientes temas, se detallará cuál es el agente económico cuyo interés está en juego en las variables que se utilicen.

La asunción del objetivo clásico presupone adicionalmente la hipótesis de Racionalidad que, en términos académicos, ha terminado significando algo parecido a “egoísmo”. Por lo tanto, estamos hablando exclusivamente de entidades con ánimo de lucro. La posibilidad de lucro determina la conveniencia de adquirir o disponer de un bien, abstracción hecha del elemento subjetivo, y constituye, como estudiaremos, la base de los modelos de valoración considerados más idóneos. Podríamos mencionar como otro aspecto polémico la posibilidad de lucro de entidades supuestamente benéficas, como las asociaciones o la posible instrumentalización de las mismas por parte de entidades con ánimo de lucro. En cualquier caso, en nuestro ámbito, el objeto y el sujeto de las transacciones es únicamente la empresa; no se pueden comprar ni vender fundaciones, ni Administraciones, por mucho que obtengan superávit, pero sí sociedades mercantiles, sean de titularidad pública o privada. Esta idea nos permite adelantar que no se puede privatizar un ente o empresa pública, si no ha sido constituida previamente como sociedad mercantil.

Tabla 1. Tipos de Entidades Elaboración propia

		Propiedad	
		Privada	Pública
Interés	Privado (lucro)	Empresa privada	Empresa pública
	Público (Beneficio social)	Entidades benéficas	Administraciones públicas

Subsisten figuras inicialmente colectivistas, como las cooperativas, cuyo fin era la creación de empleo, o las cajas de ahorro (y monte de piedad), que en sus orígenes tenían carácter mutualista. Hoy en día, todos estos híbridos son tratados como variedades de empresas. Algunas de ellas son altamente rentables y, aun así, acreedoras de incentivos oficiales.

El Beneficio, objetivo primordial de la empresa en el enfoque clásico, puede medirse de múltiples formas: 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, etc. Definimos el Beneficio a largo plazo como el sumatorio actualizado de los beneficios esperados futuros, durante un periodo largo de previsión. Su cálculo estaría basado en estimaciones sobre variables renta y sobre la misma duración de la empresa u ‘horizonte temporal’ de la valoración. Tal como lo acabamos de definir, este concepto es ya de por sí un primer método de valoración.

Como se ha comentado, para definir de una forma u otra esos beneficios o flujos de renta es necesario definir quién es el propietario de ese concepto de beneficio.

3) Múltiples objetivos:

La **Teoría de la Organización** (Barnard, Simon, March, etc.) habla de los intereses de cada grupo de presión (stakeholders) y su poder relativo dentro de la empresa. Cada grupo obtendría la “satisfacción” —no la optimización— de sus objetivos, de forma que seguirían interesados en la empresa.

Para la **Teoría de la Dirección** (Management) 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 maximización del tamaño o el crecimiento —variables vinculadas tradicionalmente con sus remuneraciones” (Cuervo García, A., 1994, p. 43).

4) Objetivo financiero:

Existe la necesidad científica de especificar un propietario al que haga referencia la definición del objetivo empresarial o, como hemos visto, del beneficio empresarial. Ésta deriva, a su vez, de la disparidad de intereses confluyentes en una empresa. Las Teorías surgidas en las finanzas, tales como la de Agencia o Señales, han impuesto definir, por convención, un “objetivo financiero de la empresa” que dichos teóricos (normativos norteamericanos) identifican con los intereses de sus propietarios, los accionistas. Se formula como “la maximización del valor [precio] en el mercado del capital propio” de la misma, es decir, las cotizaciones de las acciones. 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 y que, por tanto, es compatible con el objetivo clásico de maximización de beneficios (Robichek – Myers). Se argumenta que esa correlación entre los objetivos parciales y generales implica la actualización de flujos económicos futuros, incluyendo en la tasa de descuento un factor de riesgo. Como se verá, la apreciación que el accionista hace de tales posibilidades le permite, indirectamente, en-

riquecerse mediante la venta de títulos, si su precio se maximiza (rendimiento implícito). Como ventajas teóricas adicionales, este objetivo es único y eso implica mayor sencillez. Se identifica con el “interés del accionista”, lo cual tampoco es incompatible con que la empresa tenga objetivo múltiple. Además, es cuantificable y, por tanto, modelizable.

Hechas las alabanzas a la formulación de este objetivo, la crítica que más se achaca a esta convención y a los planteamientos económicos en general es que, a pesar de su idoneidad formal, son diariamente contestados por la realidad. Como veremos, las empresas que cotizan en mercados oficiales rara vez tratan de maximizar el patrimonio de sus accionistas sino más bien mantener estables las cotizaciones, a fin de hacer más atractivos sus títulos, en términos de liquidez y seguridad, y permitirse a cambio reportar a los inversores una rentabilidad moderada. Es cierto que prefieren que la tendencia sea creciente, para poder sustituir rentabilidad explícita (dividendo) por rentabilidad implícita (incremento de patrimonio), pero se suele dar prioridad a la estabilidad, salvo en casos especiales como Oferta Pública de Venta, absorción, etc.

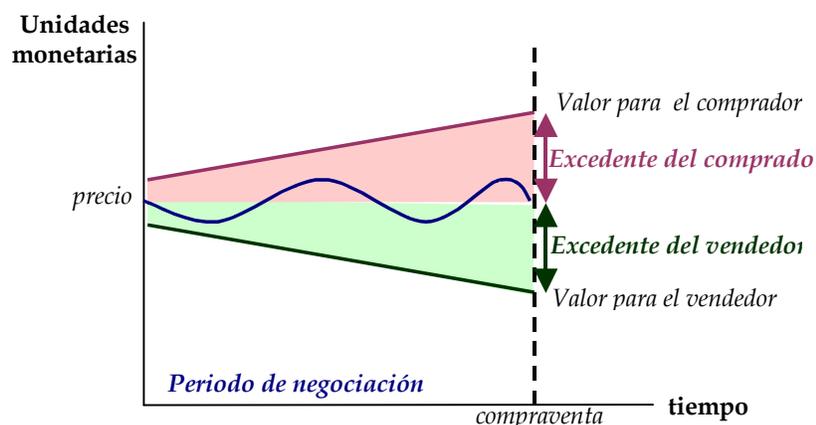
3. VALOR, PRECIO Y EXCEDENTE DE LAS PARTES

Sin menospreciar todo el pensamiento económico relacionado con el valor y la formación de precios, en parte citados, quizá podamos tomar la idea más brillante al respecto del famoso pareado de Antonio Machado: “Todo necio confunde valor y precio”. La distinción de estos conceptos es importante, aunque la confusión entre ambos no obedece a la necesidad, sino al hecho de que están muy relacionados entre sí. El valor, a grandes rasgos, es una idea 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. Cuanto más perfecto sea un mercado, el precio más se aproximará al concepto clásico de precio dado, pero si es posible que algún agente provoque una perturbación en las cotizaciones (Oferta Pública de Adquisición o Venta), entonces el precio de mercado estará, en mayor o menor medida, en función de las expectativas de esa parte negociante.

Un efecto común de esta confusión está implícito en el término “valor de mercado” (Llámase así, impropriamente, al precio). Las cotizaciones se determinan por un mecanismo denominado “mercado de valores” y se dice que son valores los títulos negociables. Sin ánimo de inducir a tal “necesidad”, prevalecerá generalmente, en las líneas sucesivas, la terminología más usual. Martín Marín y Ruiz Martínez (1992) afirman, por ejemplo, que el “valor definitivo” es el resultado de una negociación, en la que pueden influir muchos factores, pues los mercados no son perfectos. Se refieren, obviamente, al precio.

En esta gráfica tenemos un ejemplo de lo que podrían ser las funciones del valor y del precio, con respecto al tiempo de negociación, suponiendo que, en algún momento, se llega a un acuerdo.

Gráfico 1. Valor, precio y excedente de las partes Fuente: Galindo (2005)



El valor es la consecuencia de una apreciación unilateral. En este ejemplo ilustrativo, se ha supuesto que el interés del comprador va en aumento, debido a cierto efecto de impaciencia, mientras que la urgencia de liquidez puede ser un factor apremiante para el vendedor. Cuanto más tiempo transcurre, más probable es que se llegue a realizar la compraventa, pues aumentan, por término medio, los excedentes de ambas partes.

El precio es resultado de la interacción entre dos partes. Depende del valor calculado por cada una de ellas y de la relación de poder entre ambas. La función ondulante que representamos como precio sólo tiene sentido si éste viene determinado para acciones intercambiables que cotizan en mercados organizados. En los demás casos, el precio al que se habría cerrado la operación en cada momento no sería una función, sino, todo lo más, un conjunto borroso o tal vez una distribución probabilística.

El precio depende de muchos factores y agentes y, por ese motivo, suele fluctuar. El valor, en cambio, suele ser una función más bien estable, pues dependen de un cálculo inicial y a veces de otras circunstancias previsibles y prolongadas. A modo de ejemplo, el valor para el comprador puede venir determinado por las oportunidades de inversión o las posibilidades de reventa y el valor para el vendedor, por los costes de producción. En el caso de que el objeto de compraventa sea la empresa, el vendedor considerará como mínimo el importe actual de las inversiones netas, a precios de mercado, incluido el Fondo de Maniobra.

El valor es una apreciación subjetiva. El precio es objetivo y comprobable y viene dado por la cantidad de dinero por la que se han efectuado las transacciones. La única subjetividad que padece el precio es la elección de la divisa en que se expresa esa cantidad. Más adelante veremos cómo esa variabilidad ofrece la posibilidad de alguna ganancia o pérdida de valor.

4. PRECIO Y CONTEXTO DE LAS TRANSACCIONES

Los mercados, en general y, concretamente, los de capitales en ningún caso pueden considerarse de competencia perfecta. Menos aún, en la competencia de bienes tan heterogéneos como las empresas. Es posible que la cotización oficial de sus acciones confiera al mercado de empresas ciertas cualidades de perfección (amplitud, profundidad, transparencia), pero éstas no se dan más que parcialmente y es difícil controlar fenómenos como la información privilegiada o asimétrica, la posibilidad de influir en el precio (Ofertas Públicas de Adquisición o Venta), la escasez de oferentes o demandantes, la heterogeneidad entre productos bastante sustitutivos,... y sobre todo, la existencia de excedentes para los agentes participantes y, por ende, la tendencia al crecimiento de los precios.

Vamos a referirnos únicamente a las transacciones como intercambios en términos monetarios, es decir, con exclusión del trueque y las transmisiones a título lucrativo, que también pueden constituir, en otro ámbito, actos de valoración. En función de esto, el precio de un bien o servicio se definirá como la cantidad de unidades monetarias que se entregan a cambio de ese bien o servicio. El precio depende de la valoración de cada una de las partes y de la posición o poder de negociación en que se encuentre. En ese poder pueden influir circunstancias externas, por ejemplo, el Estado.

Los economistas clásicos consideran que el valor está formado, al menos en parte, por los costes de producción de los bienes. Los subjetivistas entienden que el precio surge como resultado de las transacciones: “Se forman en el mercado por interacción entre oferta y demanda”. Estos dos planteamientos no son incompatibles, aunque en este trabajo no entraremos en la economía de formación de precios, nos limitaremos a explicar el valor calculado por cada una de las partes y no la interacción entre ambas en el mercado.

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 (con la que forman una estimación del valor) 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.). También repercutirá en el precio exacto e incluso en la mera realización de la operación el importe de los costes de transacción y las características de las regulaciones oficiales (especialmente, el aspecto fiscal). Los dictámenes del Gobierno sobre política de competencia, en el 2001, han desalentado finalmente la fusión entre las dos grandes compañías eléctricas, Iberdrola y Endesa.

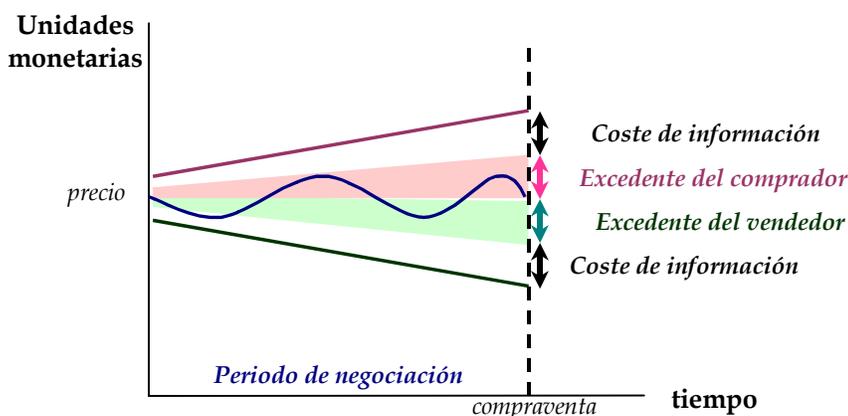
La Teoría de costes de Transacción (Coase, 1994) explica los problemas de agencia (costes de control) entre los directivos financieros y los accionistas y el hecho de que las PYME no coticen en Bolsa (costes de negociación) y además proporciona explicación (costes de información) al hecho de que una negociación pueda llevarse a cabo a un precio determinado o, por el contrario, fracasar.

5. LA IMPORTANCIA DE LA INFORMACIÓN EN LA VALORACIÓN DE EMPRESAS

En el proceso de valoración de empresas se pueden utilizar muchos métodos, dependiendo del sujeto que valora y la finalidad con que lo hace. Con independencia de ello, en todo proceso de valoración, se han de buscar las fuentes de información más objetivas posibles acerca del negocio, a fin de comparar el valor que la empresa pueda tener para cada sujeto decisor con un eventual precio de mercado, ya sea organizado o negociado entre las partes. No es en la búsqueda y tratamiento de dicha información donde entra en juego la situación o interés de cada agente (comprador potencial o vendedor), sino en la posterior formulación de métodos valorativos, donde se utilizará de un modo u otro las cantidades objetivamente obtenidas. Así pues, antes de aplicar cualquier método de valoración hará falta cuantificar una serie de circunstancias referentes a la empresa, unas más cuantitativas que otras y muchas de ellas, además, en forma de previsión. Sin el trascendental proceso de cuantificación, cualquiera de las pretenciosas fórmulas de valoración de empresas o de acciones no deja de ser una entelequia. 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.

Para todos y cada uno de los modelos formulados, sus detractores han objetado como principal inconveniente la dificultad de concretar las estimaciones o las mediciones de hechos cualitativos. Esas dificultades se traducen en un coste. Éste es un elemento disuasorio, tanto para la compra como para la venta, ya que al comprador le supone un menor valor y al vendedor una mayor inversión y reduce el excedente de ambos.

Gráfico 2. Reducción del excedente de las partes



Con todo lo dicho, no hay que olvidar que la valoración no es sinónimo de comprobación. Es un proceso distinto e independiente, cuyos cálculos se efectúan una vez que se cuenta con la información necesaria. No obstante, en los sucesivos capítulos, introduciremos la novedad de prestar especial atención al coste que ha supuesto su obtención, a efectos de cálculo valorativo.

BIBLIOGRAFÍA:

- CABALLER MELLADO, V. (1994): *Métodos de valoración de empresas*. Pirámide.
- COASE, R. H. (1994): *La empresa, el mercado y la ley*. Alianza Editorial. Madrid.
- CUERVO GARCÍA, A. (1994): *Análisis y Planificación Financiera de la Empresa*. Civitas. Madrid.
- FERNÁNDEZ, P. (1998): *Valoración de empresas*. Gestión 2000.
- GALINDO LUCAS, A. (2001): *Valoración de empresas en la Nueva Economía*. En *Virtudes e inconvenientes de la economía de mercado*. eumed.net.
- GALINDO LUCAS, A. (2005): “Aspectos de la valoración de empresas en la Nueva Economía”, *Alta Dirección*, 241 (en imprenta).
- KEOWN, A.J., PETTY, J.W., SCOTT, D.F. y MARTIN, F.D. (1999): *Introducción a las Finanzas. La práctica y la lógica de la administración financiera*. 2ª ed. Prentice Hall Iberia. Madrid.
- MARTÍN MARÍN, J. L. y RUIZ MARTÍNEZ, R. J (1992): *El inversor y el patrimonio financiero*. Ariel. Barcelona.
- MARTÍN MARÍN, J. L. y TRUJILLO PONCE, A. (2000): *Manual de valoración de empresas*. 1ª ed. Ariel Económica. Barcelona.
- ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W. y JAFFE, J. F. (1999): *Finanzas Corporativas*. 5ª ed. McGraw-Hill.
- SALAS FUMÁS, V. (1996): “Economía y gestión de los activos intangibles”. *Economía Industrial*, nº 307, 1996/1, pp. 17 - 24.
- SALAS FUMÁS, V. (2001): “Sobre valor y coste de los intangibles”. *Actualidad Financiera*. Enero, pp. 3 – 11.
- SÁNCHEZ FERNÁNDEZ DE VALDERRAMA, J. L. (Director) (1998): *Curso de bolsa y mercados financieros*. Ariel Economía. Barcelona.

Capítulo Segundo

LA VALORACIÓN DE ACTIVOS

1. LIMITACIONES DEL VALOR TEÓRICO O CONTABLE

La contabilidad parece ser la fuente de información más inmediata para valorar el montante de recursos económicos y financieros con que cuenta una empresa. Sin embargo, conforme ésta va adquiriendo o creando elementos de naturaleza material e inmaterial, los registra según determinados principios legales que se ven desbordados por las denominadas competencias distintivas y otras circunstancias cualitativas, como la existencia de sinergias, la reputación, etc.

Las limitaciones que más se han achacado al procedimiento contable vienen precisamente de los criterios o normas de valoración. Por ejemplo, la contabilización de inmovilizados a costes históricos, sin posibilidad de revalorizaciones, o determinados métodos de amortización o de registro de existencias pueden infravalorar los activos, de la misma forma que el posible exceso de provisión, debido al principio asimétrico denominado de prudencia valorativa.

El fundamento de aquellas capacidades específicas de la empresa viene dado por su capital intelectual, que es un conjunto o sistema de inversiones en su mayor parte intangible. Su naturaleza es similar al inmovilizado inmaterial, pero más amplia y de mayor magnitud. La valoración económica de servicios prestados es efectuable por mecanismos de mercado y, por ende, contabilizable. Sin embargo, hay servicios que quedan fuera de mercado, como los que puede prestar el personal o el inmovilizado exclusivamente en una empresa y no en otras. En cada proceso productivo existen elementos difíciles de cuantificar, tanto en unidades físicas, como monetarias, derivados de la existencia de contratos o de un diseño determinado del trabajo conjunto. Esos elementos son generalmente inversiones en bienes inmateriales basados en el conocimiento, pero su efecto en los resultados y en la cotización de una empresa hace sospechar que su valor es muy superior a la fracción contabilizada.

En cualquier caso, las limitaciones teóricas de la contabilidad no vienen dadas por un descuido o un planteamiento equivocado, sino por la dificultad de valoración de los intangibles. "La incertidumbre sobre sus rendimientos [y] su explotación... conjunta" dificultan su tasación (Salas, 1996, p. 19). Por este motivo, "buena parte de su valor económico está condicionada a la continuidad de la relación empresarial de que forman parte. [Como consecuencia] el valor de liquidación o transferencia es muy bajo" y la contabilidad asume la prudencia de provisionar los activos según el precio de mercado. Esas sinergias derivadas del diseño del trabajo conjunto es uno de los argumentos más acertados en contra de la disolución de las compañías y a favor de una mayor implicación de los acreedores en su gestión (Salas, 1993, p. 56). Por otra parte, sucede que los

usuarios de la contabilidad son múltiples y la información sobre intangibles puede hacerlos más imitables por su mera incorporación a las Cuentas Anuales.

2. LA IMPORTANCIA DE LOS INTANGIBLES

Para la valoración de empresas, por el lado del activo, este fenómeno es el principal escollo, al tratarse de elementos cuyo valor fuera de la empresa decrece o incluso se anula. Carecen, por tanto, prácticamente de mercados, dado que el conjunto de la empresa tampoco tiene un mercado donde comparar precios.

Existe una diferencia esencial entre los conceptos de "factor productivo" y "recurso productivo". El primero es un bien estándar, como el trabajo no especializado y el capital financiero, en unidades monetarias. Estamos ante el esquema característico del capitalismo industrial: El taylorismo propugnaba el empleo de trabajadores intercambiables y el concurso de inversores intercambiables. Solía existir un ingeniero y algunos administrativos y un accionista mayoritario, cuyo capital (factor productivo) solía proceder de fortunas acumuladas en la fase de predominio del capitalismo comercial. Aquella fase de claro dominio del capitalista sobre el trabajador pronto desembocó en la desesperada competencia entre empresarios y la posesión de un factor productivo, fácilmente transferible, ya no era fuente de ventajas competitivas; dejó de ser instrumento de dominación.

No es nuevo el concepto de activos intangibles, aunque su definición exacta se venga realizando y normalizando progresivamente. Tampoco es reciente el convencimiento académico sobre la importancia de este tipo de recursos en el mundo empresarial. El primer rudimento de lo que hoy se llama capital intangible empezó a conocerse con el nombre de "Fondo de Comercio" en el siglo XIX. Tal era la tradición del capitalismo comercial. Las empresas de ahora sólo pueden diferenciarse en el uso de "recursos productivos", caracterizados por su especificidad. La fidelidad del personal o del cliente, las buenas relaciones con la banca o con suministradores, la forma de trabajar en grupo dentro de la empresa, los elementos motivadores casuales, etc. no son fácilmente transmisibles, a no ser a costa de transferir la titularidad del negocio. Si se traspa a un empleado, su desempeño en la nueva empresa será menor, debido a la inexperiencia. Si se transmite, en definitiva, un recurso productivo, éste se deprecia; su valor es muy superior dentro de la empresa que en el mercado. Así pues, la empresa basa su ventaja comparativa sostenible exclusivamente en aquellos elementos que son difíciles de imitar, ya estén o no cuantificados y registrados.

El término capital es sinónimo de activo, es decir, algo que se puede poseer, que es susceptible de derechos de propiedad. Tanto los recursos como los factores productivos son activos y además tienen la potencialidad de generar beneficios económicos en el futuro. En el capital productivo de una economía, existen muchos elementos de características diferentes. Está el capital financiero o posesión de títulos negociables que

pueden otorgarnos el control de una sociedad mercantil. El activo material está directamente implicado en la creación de valor industrial y sometido a desgaste y obsolescencia. El activo inmaterial es el valor objetivamente calculable de los derechos que permiten a las empresas obtener en el futuro una rentabilidad. Por último, está el capital intangible, cuyo valor no figura todavía en las contabilidades mercantiles, por no estar formalizadas las relaciones contractuales.

El capital intangible es el conjunto de activos productivos o generadores de valor que están basados en la información y el conocimiento (Itami, 1991, p. 18). Por este motivo, también ha sido denominado capital intelectual. Su valoración es difícil y bastante subjetiva y es el tipo de activos más característicamente identificables con el concepto de ‘recurso productivo’. La posesión de capital intangible es lo que, en el lenguaje de la calle, se denomina "competitividad". Es un concepto que abarca los conocimientos, las influencias, las redes sociales y la credibilidad de las empresas, a lo que habría que sumar las influencias sobre los gobiernos, el control mediático del mercado, la amenaza militar,... La propia reputación de la empresa es una fuente potencial de beneficios que no aparece contabilizada. Son derechos basados en contratos tácitos y el valor de uno depende estrechamente del funcionamiento de los otros (Ruiz Navarro, 1999, p. 129). “Los recursos humanos especializados y avanzados y los recursos del conocimiento son las dos categorías más importantes de recursos para crear y mantener ventaja competitiva” (Ruiz Navarro, 1999, p. 13; Porter, 1991, p. 121).



Figura 1. Clasificación del capital intelectual o intangible

Fuente: Elaboración propia a partir de Roos y otros (1997)

Todos los elementos que aparecen en la **Figura 1** están basados en el conocimiento. Por ejemplo, la mera existencia de reputación es efecto del conocimiento mutuo y no puede ser fácilmente comprobada por un tercero ajeno al negocio. La obtención de un óptimo tecnológico de dimensión en planta (apalancamiento operativo) depende fatalmente del conocimiento que se tenga acerca de la capacidad de absorción del mercado y de los precios de los factores. Las rutinas organizativas y los elementos motivadores provienen de la experiencia y el mutuo conocimiento de los empleados. Las relaciones con agentes “frontera” (clientes y proveedores), bancos, Administraciones públicas, etc. tienen una naturaleza similar a la cultura organizativa, pero externalizada. La imagen y la fidelidad del consumidor están relacionadas con los resultados de estudios de mercadotecnia y las campañas de información-sugestión.

3. 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.

Una vez valorados o tasados los activos, la deducción del valor de los pasivos exigibles daría como resultado una estimación del valor de la empresa. La más sencilla consiste en tomar fidedignamente los datos de la contabilidad.

Patrimonio neto: Es la diferencia entre el valor neto contable de los activos y el importe de pasivo exigible. Esta cantidad, dividida entre el número de títulos, nos ofrece el valor teórico de una acción. Esta forma de valoración es inmediata, puesto que no es lo mismo la valoración que la comprobación. Ésta es un proceso independiente, aunque no deja de influir en el valor de los activos comprobados, cuando pueda suponer un coste de información.

Este valor depende del coste histórico de los inmovilizados, de las políticas de amortización, las provisiones, los métodos de valoración de existencias (LIFO e HIFO son los que más bajo valoran), los criterios de amortización de gastos, etc.

Valor basado en el activo neto real: Al cálculo del patrimonio neto se le corrigen los valores en función del mercado y a eso se le denomina valor real o actual. Por otra parte, se eliminan los activos ficticios, por eso, el activo que queda es neto. La valoración de activos a precios de mercado se denomina tasación y a veces peritación, concretamente, cuando la valoración se hace en cumplimiento de leyes.

Valor basado en la explotación: Es un mero desglose del anterior, aunque muy recomendado por Martín Marín y compañía (1992 y 2001). Consiste en eliminar aque-

llos activos y pasivos que no sean **funcionales**¹. La naturaleza de los activos constituye un aspecto problemático, puesto que el detalle de las partidas que se pueden considerar funcionales no aparece en la mayoría de los datos disponibles, tales como los depositados en Registros Oficiales. Eso significa que, normalmente habrá que considerar la totalidad del activo, independientemente de su implicación en la creación de valor. Además, la funcionalidad actual o potencial de los recursos productivos altera el valor que se les podría atribuir dentro de la empresa².

Hay que tener en cuenta que los activos (p. ej., un local, una marca, un paquete de acciones, etc.) pueden poseer un **valor estratégico** ajeno a la explotación y al mercado y, por lo tanto, estar valorados en el interior de la empresa con independencia de su desempeño actual o su valor de liquidación.

Valor sustancial: Se le considera una verdadera “Cuantificación de la potencialidad de generar beneficios”. Por lo tanto, estaría muy relacionado con los métodos dinámicos. Se parte de la idea de que el todo no es igual a la suma de las partes.

Consiste en añadir al valor real o actual de la empresa la cuantificación de determinadas circunstancias cualitativas que incrementan (o tal vez, en otros casos, reducen) el valor de la empresa: Acuerdos, reputación, fidelidad, sinergias, clasificación del riesgo financiero,... La cuantificación de tales circunstancias, bajo la denominación de activos intangibles, se tendría que calcular como el valor actual de los incrementos de beneficio futuro esperados que les fueran atribuibles.

Aunque se dice que parte de este importe es de carácter “ficticio”, no incluye activos ficticios, sino que es de naturaleza extracontable y, normalmente, relacionado con la actividad habitual de la empresa. Los incrementos de valor correspondientes a esos elementos sólo se contabilizan, de forma conjunta, inseparable, cuando se transmite la totalidad del negocio, en la cuenta de Fondo de Comercio.

Otras variantes consisten, por ejemplo, en deducir todo el activo circulante, exceptuando el que constituye Fondo de Maniobra, ya sea considerando o excluyendo los intangibles, los elementos extra-funcionales, etc.

4. 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

¹ Entendemos por **activo funcional** los “bienes afectos a la explotación de la empresa que, en caso de ser [a largo plazo] no podrán ser realizados sin comprometer la continuidad empresarial [y del que] se derivan los beneficios de la actividad típica o principal”. (Larrán, 1993, p. 96).

² Acerca de los conceptos de recursos centrales, complementarios y periféricos, RUIZ NAVARRO, J. (1998, pp. 51 a 59).

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

$$q = \frac{\text{Cotización}}{\text{Coste Activos}}$$

Esta tasa o ratio nada tiene que ver con la tasa, en sentido de impuesto o exacción, que el economista Tobin propuso para el comercio internacional, aunque si aplicamos el concepto “ q ” a la economía general, en describimos fenómenos no menos interesantes.



Figura 2. Composición del precio de mercado. Fuente: Elaboración propia

Como muestra la *figura 2*, los mercados de títulos sobrevaloran a la empresa con respecto a sus balances o, en sentido contrario, sus contabilidades infravaloran su potencialidad de generar beneficios, o tal vez ambas circunstancias se dan simultáneamente. En este último caso, un buen método de valoración consistiría en promediar el valor del activo (objeto de este capítulo) y el del pasivo (los dos capítulos sucesivos), ponderando ambas medidas por con una medida relacionada con la tasa q de Tobin (Salas y Espitia, en Sánchez Fernández de Valderrama, 1998). El caso particular de que la ponderación se haga por mitades (media aritmética) se explica más adelante, con el nombre de formulación clásica.

5. LA RATIO PER Y EL PAYBACK

El Price/Earning Ratio (PER) 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 (Martín Marín y Trujillo Ponce). Se define como el precio pagado por un beneficio perpetuo (constante e interminable). También se define, como su propio nombre indica, mediante la expresión:

$$PER = \frac{V}{R}$$

En cierto modo, es una medida del incentivo a invertir, de la euforia en el mercado, también de la falta de significación del beneficio contable y, sobre todo, el plazo de recuperación de la inversión que realiza el accionista:

$$PER = \frac{P}{div + \Delta P}$$

En el caso en que no se perciba dividendo entre los momentos de la compra y la venta de los títulos, debido a que $1 < \text{año}$, la parte devengada vendría recogida en ΔP .

$$\Delta P_t = P_{t+1} - P_t + div_t ;$$

$$\text{en cualquier caso, } r = \frac{1}{PER}$$

En la proposición de tradicional, según se dijo, teníamos como expresión del coste del capital para la empresa $V = \frac{R}{K_{cp}} \Rightarrow K_{cp} = \frac{1}{PER}$, que coincide con la rentabilidad considerada por el accionista en este análisis.

Por otra parte, si se acepta que la empresa equivale a “n” años de beneficios reales, entonces, $V = nR$, de donde,

$$n = \frac{V}{R} = PER$$

... Lo que es lo mismo que escribir $V = \text{Payback} * R$.

BIBLIOGRAFÍA

- BUENO CAMPOS, E. (1998): "El capital intangible como clave estratégica en la competencia actual". *Boletín De Estudios Económicos*, vol. LIII, nº 164 - Agosto 1998, pp. 207 - 229.
- GALINDO LUCAS, A. (2001): *Valoración de empresas en la Nueva Economía*. En *La Economía de mercado. Virtudes e inconvenientes*. ISBN: 84-607-2111-6. Universidad de Málaga.
- GRANT, R. M. (1996): "Toward a Knowledge-Based Theory of the Firm". *Strategic Management Journal*, vol. 17(Edición especial de invierno), pp. 109 - 122.
- HALL, R. (1992): "The strategic analysis of intangible resources". *Strategic Management Journal*, vol. 13, pp. 135-144.
- HALL, R. (1993): "A framework linking intangible resources and capabilities to sustainable competitive advantage". *Strategic Management Journal*, vol. 14, pp. 607-618.
- IASC (1999): *Norma Internacional de Contabilidad nº 38 (NIC 38). "Activos Intangibles"*. International Accounting Standards Committee. Londres, 1999.
- ITAMI, H. (1991): *Mobilizing Invisible Assets*. Harvard University Press. Cambridge y Londres.
- LARRÁN JORGE, M. (1993): "Una propuesta de clasificación económica del balance y la cuenta de resultados a partir de los modelos del Plan General de Contabilidad". *Estudios Financieros (Revista de Contabilidad y Tributación)*, nº 124, pp. 87 - 124.
- LÓPEZ CABARCOS (1999): "Problemas y métodos para calcular el valor de la empresa desde una perspectiva contable". *Actualidad Financiera*, diciembre, pp. 55-64.
- PÉREZ SERRANO, J. y GALINDO LUCAS, A. (2002): "El capital intangible en el nuevo paradigma global". II Seminario Internacional "Nuestro Patrimonio Común".
- RAYMOND, J.L., MAROTO, J.A., y MELLE, M. (1999): "Inversión y crecimiento empresarial: Factores condicionantes". *Papeles de Economía Española*, nº 78-79, pp. 102 - 119.
- SALAS FUMÁS, V. (1993): "Factores de competitividad empresarial. Consideraciones generales". *Papeles de Economía Española*, nº 56, pp. 379-396.
- SALAS FUMÁS, V. (1996): "Economía y gestión de los activos intangibles". *Economía Industrial*, nº 307, 1996/1, pp. 17 - 24.
- SALAS FUMÁS, V. (2001): "Sobre valor y coste de los intangibles". *Actualidad Financiera*. Enero, pp. 3 - 11.
- SÁNCHEZ FERNÁNDEZ DE VALDERRAMA, J. L. (Director) (1998): *Curso de bolsa y mercados financieros*. Ariel

Capítulo tercero

LA VALORACIÓN DE ACCIONES

Los métodos de valoración estáticos nos ofrecían 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.

Actualmente, cuando se trata el problema de la valoración de empresas, desde el punto de vista del pasivo, esto es, en compañías que cotizan en Bolsa, la definición de valor suele centrarse en el capital propio, aunque a la valoración de la renta fija también se le dedicará un capítulo aparte.

1. 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.

Los métodos de valoración dinámicos suelen partir o al menos ser compatibles con una fórmula elemental que se ha llamado “principio fundamental de la valoración”. El desarrollo de este planteamiento se ha denominado análisis fundamental del valor, aunque de analíticos tienen pocos estos métodos. Puede venir referido al conjunto del capital propio de la empresa o a una estimación del precio de mercado de una acción o paquete de acciones.

Desde el punto de vista teórico, su gran función es la de definir el valor de la empresa o de los activos como el valor actualizado de los resultados potenciales que generarán. No obstante, adolecen de una debilidad práctica, puesto que son fórmulas con escaso respaldo empírico. Por otra parte, aunque tienen algún éxito en simulaciones, su aplicación en la práctica no es muy acertada, pues dependen de la calidad de las estimaciones sobre esos flujos económicos.

En general, en la aplicación numérica de estas fórmulas, supondremos que se tiene información perfecta (sin limitaciones ni costes) acerca de los beneficios de la empresa, su política de dividendos, los planes de inversión, las cotizaciones, etc. Eso es mucho suponer, puesto que, aun existiendo obligación legal de facilitarlas al inversor, suele escamotearse o maquillarse, difundirse deficientemente o puede incluso resultar muy costosa, como la consulta a Registros y Corredurías.

Existen, al menos —sin contar con el caso del Capital Riesgo— dos tipos de accionistas: De control y de especulación.

Accionistas de control: 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. La mayoría no tiene por qué ser absoluta, ya que puede haber participaciones minoritarias que permitan el control más o menos estable por parte de un sujeto decisor.

Rentabilidad directa o explícita: En el caso de las acciones, la variable renta viene dada por el dividendo

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

Rentabilidad estratégica: Existen participaciones de control que no persiguen una rentabilidad financiera, sino 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.

Accionistas de especulación: Participación esporádica y minoritaria.

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.

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

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

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

Esta fórmula se puede expresar de otras maneras:

$$r = \frac{div}{P_t} + \frac{1}{PER}$$

$$\text{o bien, } r = \frac{\text{div} + P_{t+1} - P_t}{P_t} = \frac{\text{div} + P_{t+i}}{P_t} - 1, \text{ etc.}$$

También, desde el punto de vista de la sociedad emisora,...

$$K_{cp} = \frac{d * B + V_{t+1} - V_t}{V_t}$$

Podemos obtener un modelo de valoración, tanto para las acciones, como para el conjunto del capital propio de la empresa.

$$V_t = \frac{d * B + V_{t+1} - V_t}{K}, \text{ de donde ...}$$

$$V_t = \frac{d * B_1 + V_{t+1}}{1 + K}$$

$$P_t = \frac{\text{div}_1 + P_{t+1}}{1 + K}$$

Partiendo de la expresión anterior y suponiendo que entre los momentos “t” y “t + 1” se produce una variación en el número de acciones de la empresa, al valor final de la misma, habría que restarse dicha variación, a su precio actual de mercado, para poder compararlo con la cotización inicial.

$$V_t = \frac{d * B_1 + V_{t+1} - \Delta N \times P_{t+1}}{1 + K}$$

En este enfoque, la política de dividendos es un factor relevante en las expectativas sobre renta y patrimonio del inversor ‘racional’. Ésta es considerada (Martín Marín y Ruiz Martínez) la “expresión de máxima operatividad” del denominado análisis fundamental, sin embargo, no pasa de ser un mero planteamiento teórico, pues no puede darse el caso de que se pretenda obtener el valor actual dando por conocido el valor de la empresa dentro de un periodo.

Siguiendo a los mismos autores, se denomina “modelo básico” a 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. Algunos se verán más adelante con detenimiento.

Volviendo al concepto de **valor dinámico o sintético**, se entiende por Modelo básico aquel que aplica un determinado coeficiente al beneficio o renta futura que, en

términos estimados (promedio), se suele considerar constante (recordemos las posiciones RE y RN).

El primer problema que se plantea es dirimir las preferencias del accionista (objetivo financiero) acerca de las rentas o las variaciones patrimoniales. El segundo y fundamental, suponer que las rentas futuras vienen dadas en condiciones de certeza.

Martín Marín y Ruiz Martínez (1992) afirman que “la que espera el inversor no es tanto la titularidad de un patrimonio, como la renta futura”. En tal caso, lo que se está insinuando es un cambio de objetivo financiero, del máximo valor, a un máximo beneficio trasladado al accionista. Por otra parte, lo que se entiende por renta futura puede consistir en aquella parte del beneficio que se puede obtener de forma permanente. Dichos autores recuerdan, en clara alusión al precio, que el “valor definitivo” es el resultado de una negociación en la que pueden influir muchos factores, debido a que los mercados no son perfectos.

2. EL MODELO DEL 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.

No obstante, 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. En este caso, hablamos, en sentido estricto, de modelo del factor de conversión (Martín Marín y Ruiz Martínez, 1992).

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.

$$\begin{aligned}
 V &= F_C \times V_0 = \frac{r \times V_0}{1+k} + \frac{r(V_0 + rV_0)}{(1+k)^2} + \dots + \frac{r(V_0 + rV_0)^{n-1}}{(1+k)^n}; \\
 F_C &= \frac{r}{1+k} + \frac{r(1+r)}{(1+k)^2} + \dots + \frac{r(1+r)^{n-1}}{(1+k)^n} \\
 F_C &= \frac{\frac{r}{1+k} - \left(\frac{1+r}{1+k}\right) \frac{r(1+r)^{n-1}}{(1+k)^n}}{1 - \frac{1+r}{1+k}}
 \end{aligned}$$

$$F_C = \frac{r \left[1 - \left(\frac{1+r}{1+k} \right)^n \right]}{k - r}$$

Para aplicar este modelo es necesario partir de una idea previa del valor de la empresa, desde el punto de vista estático, por ejemplo, la cotización estimada, en función de series históricas o el valor sustancial. 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. No es mucho más lo que ofrece en la práctica este método. Su naturaleza prospectiva le confiere el inconveniente principal de los métodos dinámicos, aunque ofrece un valor basado en métodos estáticos.

3. EL 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: El comprador.

Aunque figure en este capítulo, 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 meritorio de su formulación es que nos 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. Con esa finalidad, distinguimos entre:

Resultado potencial de las inversiones actuales: Es el valor dinámico, tal y como lo hemos estudiado hasta ahora. Puede ser beneficio o pérdida.

Resultado potencial de las inversiones potenciales: Deriva de las posibles inversiones adicionales (I_i), en caso de cambio de propietario (privatizaciones, nacionalizaciones), entrada de inversores (Capital Riesgo, etc.), reconversiones, etc. El efecto de las nuevas inversiones también podría ser negativo, pero si las inversiones aún no se han realizado y no resultan rentables, no se realizarán. Por eso este término sólo puede incrementar el valor de las inversiones actuales.

De alguna forma se puede interpretar que la posibilidad de inversiones adicionales no constituye un negocio aparte, sino que hacen que las inversiones actuales puedan ser más rentables, así como la empresa en su conjunto, debido a sinergias, economías de al-

cance, etc. Por eso, el beneficio esperado de las inversiones potenciales no tiene por qué ser atribuible exclusivamente a tales inversiones, sino en parte al incremento de rentabilidad en las inversiones actuales.

$$V = \frac{B}{K} + \frac{r-K}{K} \times \sum_{t=1}^n \frac{I_t}{(1+k)^t}$$

Para demostrar esta fórmula, partimos de la expresión simplificada del modelo del beneficio.

$$V_t = \sum_{t=1}^n \frac{B_t - I_t}{(1+K)^t}$$

Y sustituimos en ella los valores

$$B_1 = r \times I_0,$$

$$B_2 = r \times (I_1 + I_2),$$

$$B_3 = r \times (I_1 + I_2 + I_3), \text{ donde } I_t \text{ es la inversión en términos netos. Así, ...}$$

$$B_t = r \times \sum I_j, \text{ donde } j = 1, \dots, t \text{ ó } B_t = B_1 + r \times \sum I_j, \text{ donde } j = 2, \dots, t.$$

De manera que...

$$V_t = \sum_{t=1}^n \frac{B_1 + r \sum_{j=2}^t I_j - I_t}{(1+K)^t}$$

El primer sumatorio nos permite descomponer el valor esperado en tres rentas, la primera de las cuales asimilaremos a una renta perpetua:

$$V_t = \frac{B_1}{k} - \sum_{t=1}^n \frac{I_t}{(1+k)^t} + r \sum_{t=1}^n \frac{\sum_{j=2}^t I_j}{(1+K)^t}$$

En el último término, introducimos ahora el descuento al momento actual de las inversiones, dentro del segundo sumatorio, haciendo también la suposición de que podemos proyectarlo hacia el infinito.

$$r \sum_{t=1}^n \frac{\sum_{j=2}^t \frac{I_j}{(1+K)^j}}{(1+K)^t} = \frac{r}{k} \times \sum_{t=1}^n \frac{I_t}{(1+k)^t}$$

Volvemos a trasladar esta última expresión a la formulación precedente y obtenemos fácilmente el modelo enunciado y enmarcado más arriba.

Este modelo no recoge otros motivos por los que una empresa en pérdidas puede ser comprada por un precio positivo. Por ejemplo, la posibilidad, para la empresa compradora, de compensar bases imponibles negativas, la intención de eliminar a un competidor o la búsqueda de complementariedades con el negocio principal del comprador.

Otro inconveniente es que no queda explicitada la parte del incremento en el beneficio que es debida exclusivamente a las nuevas inversiones, la que puede atribuirse a una mejora en el rendimiento de las actuales y la sinergia de las inversiones actuales y potenciales.

4. LA 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”. El motivo de su utilización es que reducen considerablemente la dependencia de la estimación con respecto a una variable tan difícil de predecir como la tasa de descuento.

El modelo clásico, también llamado alemán o de los prácticos, surge como una fórmula para estimar el fondo de comercio de forma indirecta, por diferencia entre el valor sustancial y el valor de mercado de los activos. El valor de la empresa puede ser despejado de dicha formulación, como media aritmética entre valores estáticos y dinámicos. Para los primeros, se suele tomar el VNR, basado en el ANR. Para los segundos, existen las variantes del dividendo y del beneficio y se considera un número de periodos de renta ilimitados.

Tanto en el método directo como en el indirecto, se suele tomar como tasa de descuento el interés de los activos sin riesgo, es decir, la deuda pública a largo plazo.

$$V = \frac{1}{2} \left(VNR + \frac{B}{K} \right)$$

A pesar de su simplicidad, esta fórmula tiene la ventaja de que atenúa la dependencia de V con respecto a K , tan característica en otros métodos. Evidentemente, se ha supuesto que el beneficio permanece constante durante un número indefinido de periodos y que la ponderación entre los dos componentes es por mitad.

El planteamiento inicial de la formulación moderna, también llamada de los anglosajones, es muy distinto, aunque las expresiones vienen a ser muy similares. Se suma al valor estático un “Fondo de Comercio” o “Goodwill” para obtener el valor (dinámico) de la empresa. Esta fórmula también puede ser utilizada para estimar el fondo de co-

mercio. Esta denominación “decimonónica” es sustituida en Martín Marín y Ruiz Martínez (1992) por la de “plusvalía económica”, pero aquí conservaré la terminología del Código de Comercio, porque entiendo que el concepto de plusvalía debe definir una variable flujo, computable por periodos o por unidades de obra y normalmente en términos relativos (Marx, K., “El capital”) y no un monto patrimonial en un momento dado.

En cualquier caso, el nuevo valor obtenido determina lo que hemos denominado “Valor sustancial”. Eso significa que habría que seguir utilizando el VNR como elemento estático, como en la fórmula clásica.

$$V = VNR + (B - V \times K)a_{n \rightarrow k}$$

(Se despeja V)

Según aquellos autores, es preferible aplicar el coste de oportunidad (k) los capitales permanentes funcionales. Se puede contrastar este planteamiento teórico, partiendo de la definición del valor dinámico como renta total actualizada, ya que existe una equivalencia de dos términos que se pueden eliminar:

$$\begin{aligned} B \times a_{n \rightarrow k} &= VNR + (B - V \times K)a_{n \rightarrow k}; \\ VNR &= V \times K \times a_{n \rightarrow k} \end{aligned}$$

Si consideramos que la duración de la empresa puede ser indefinida, tenemos que el coste de oportunidad de los capitales se debe aplicar, más bien, al VNR y no al capital permanente funcional.

Valiéndonos de la comparación entre método directo e indirecto, vamos a obtener nuevos argumentos a favor de la utilización del VNR en ambas formulaciones. En el caso de que “n” tienda a infinito, es posible equiparar las expresiones clásica y moderna.

$$\begin{aligned} V &= VNR + (B - V \times k)\frac{1}{k} \\ 2V &= VNR + \frac{B}{k} \end{aligned}$$

Por extensión, se puede decir que las dos expresiones tienden a aproximarse, a medida que se contempla un mayor horizonte temporal. Por último, la coincidencia entre la formulación clásica y moderna se da cuando $B = VNR \times K$.

BIBLIOGRAFÍA

- CABALLER MELLADO, V. (1994): *Métodos de valoración de empresas*. Pirámide.
- CABRERA SUÁREZ, M. K. y SANTANA MARTÍN, D. J. (2000): "La valoración de empresas familiares. Una adaptación del modelo de descuento de flujos". *Actualidad Financiera*, mayo, pp. 43-52.
- FERNÁNDEZ, P. (1999): "Valoración de empresas por descuento de flujos (I): Caso General". *Actualidad Financiera*, junio, pp. 51-61.
- FERNÁNDEZ, P. (1999): "Valoración de empresas por descuento de flujos (II): Empresas con crecimiento constante". *Actualidad Financiera*, julio, pp. 45-57.
- FERNÁNDEZ, P. (1999): "Valoración de empresas por descuento de flujos (III): Perpetuidades". *Actualidad Financiera*, agosto, pp. 63-72.
- FERNÁNDEZ, P. (1999): *Valoración de empresas*. Estudios y Ediciones IESE. Barcelona.
- MARTÍN MARÍN, J. L. y RUIZ MARTÍNEZ, R. J. (1992): *El inversor y el patrimonio financiero*. Ariel. Barcelona.
- MARTÍN MARÍN, J. L. y TRUJILLO PONCE, A. (2000): *Manual de valoración de empresas*. 1ª ed. Ariel Económica. Barcelona.
- SÁNCHEZ FERNÁNDEZ DE VALDERRAMA, J. L. (Director) (1998): *Curso de bolsa y mercados financieros*. Ariel.
- VALLS MARTÍNEZ, M. C. (2001): "Métodos clásicos de valoración de empresas", *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa*, Vol. 7, N° 3, pp. 49-66.

Capítulo cuarto

VALORACIÓN DEL PASIVO EXIBIBLE

En este tema se trata la valoración de la financiación ajena, cuyas modalidades son diversas. La mayor parte de la bibliografía al respecto se refiere a los títulos valores emitidos, especialmente aquellos que cotizan en Bolsa. El resto de la deuda, sea onerosa (préstamos y créditos) o gratuita (proveedores, acreedores diversos), se ha presupuesto que ha de ser valorada por su nominal. Sin embargo, para que su valor sea calculado en el momento actual, anterior al vencimiento, debe poderse expresar en términos reales, cuando incide alguna contingencia de carácter actuarial, tal como la inflación, el interés de referencia, el tipo de cambio, etc., en términos de probabilidad.

El primer apartado trata de las peculiaridades de los títulos de renta fija emitidos, mientras que los siguientes tratan del riesgo de cambio, tipo de interés e inflación, aplicable a cualquier tipo de deuda, sea o no emitida. 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. Por ese motivo, también sobre los problemas de valoración en condiciones de inflación, moneda extranjera o interés variable, existe mayor conocimiento teórico y práctico en relación con los empréstitos que con respecto al resto del pasivo exigible.

1. PECULIARIDADES 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. Eso significa que, a diferencia de éstas, las obligaciones tienen que ser devueltas (amortizadas), en las condiciones financieras registradas y publicadas a la emisión, por ejemplo, por el nominal, al vencimiento:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{vcnto} \frac{Cupón}{(1 + k_{PE})^t} + \frac{Amtción}{(1 + k_{PE})^{vcnto}}$$

Esta fórmula representa el valor de un bono u obligación, teniendo en cuenta su propio vencimiento. Para el total del empréstito, la expresión se vería modificada, debido a que el vencimiento de todas las obligaciones no suele ser el mismo. Por ejemplo, la empresa podría amortizarlas por sorteo, de forma que todos los años pagase una cuota, que comprendiera el nominal de las obligaciones sorteadas, más los intereses devengados de éstas y de las que continúan “vivas”.

$$V_0 = \sum_{t=1}^n \frac{Q_t}{(1 + k_{PE})^t}$$

Para el obligacionista, el valor de su inversión incluirá la suma de la prima de emisión y la de reembolso. Para inversores más especulativos, la diferencia entre los precios de adquisición y de realización vendrá determinada por circunstancias del mercado, en función de la prima de emisión, el valor descontado de la prima de reembolso y la parte de interés devengado en cada momento (cupón corrido). El principio fundamental de la valoración se podría aplicar tanto a la renta fija como a la variable, sin embargo, hay que tener en cuenta ciertos aspectos:

El interés es, en general, inferior al rendimiento de la renta variable. Eso se debe a que también tienen menor riesgo; menor variabilidad, tanto positiva como negativa. En ejercicios con pérdidas, se sigue devengando el interés, al igual que los gastos de explotación, aunque en situación de altos beneficios, al obligacionista no suele corresponderle más de lo pactado. 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, puesto que tienen un determinado **valor de reembolso**, del que no suelen alejarse mucho las cotizaciones. La cotización al cierre del día inmediatamente anterior al vencimiento ha de ser muy parecida a este valor. La única tendencia creciente que puede existir vendrá propiciada por la posible prima de emisión o de reembolso.

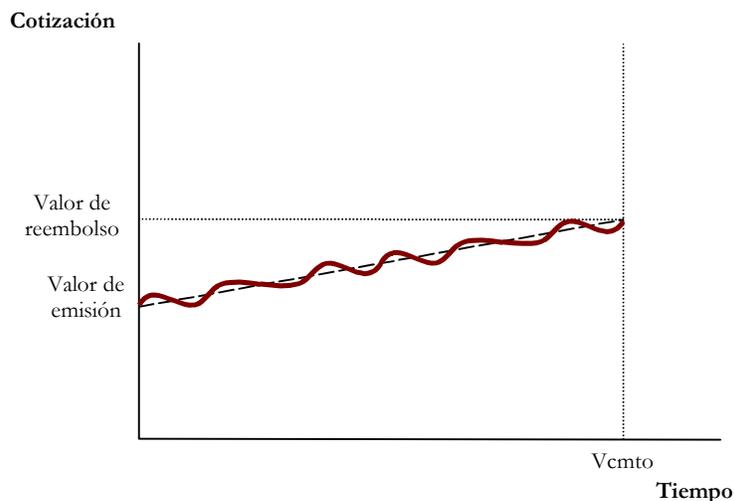


Gráfico 3. Evolución del precio de un título de renta fija. Elaboración propia

El principal problema de valoración para el inversor, en la mayoría de los títulos de renta fija, es que el momento de reembolso viene dado en términos de probabilidad, puesto que se suelen amortizar por sorteo. Eso condiciona tanto el posible rendimiento implícito como el montante de rentas futuras que procede descontar. A su vez, el trans-

curso del tiempo puede favorecer la insolvencia de la empresa, la desaparición del interés de referencia, etc.

A pesar de la posibilidad de utilización del principio fundamental, en la valoración de renta fija cabe preguntarse si estamos ante un problema propio del inversor o si a la empresa emisora también le interesa conocer o propiciar el comportamiento de sus cotizaciones en el mercado; ya vimos que el denominado **objetivo financiero de la empresa** se identifica con el que le es propio al accionista. Por el mismo motivo que se esgrime para las acciones, es deseable, para los directivos de la empresa, que sus títulos no padezcan excesivas oscilaciones. Puesto que a la Dirección de la empresa le interesa cuál sea la cotización de sus títulos, la siguiente pregunta es ¿Qué puede hacer para influir en dichos precios? Dado que la renta es fija, no se cuenta con la política de dividendos como instrumento y tampoco con la posibilidad de autocartera. Lo único que se reserva —no siempre— es la opción de cancelar anticipadamente la deuda, reduciendo el número de títulos en el mercado, pero debe hacerlo por el valor de reembolso, de manera que no controla el interés efectivo de sus títulos. Aparte de eso, más adelante veremos cómo el interés variable —si bien no permite actuar directamente en el valor del título— tiende a reducir las fluctuaciones.

La duración de un empréstito.

Si expresamos la fórmula del valor de una obligación como se indicó más arriba, entonces, la duración media de todos los títulos viene definida por Macaulay en los siguientes términos, teniendo en cuenta que :

$$D = \frac{\sum_{t=1}^n \frac{\text{Cupón}}{(1+k_{PE})^t} \times t + \sum_{t=1}^n \frac{N}{(1+k_{PE})^n} \times n}{\sum_{t=1}^n \frac{\text{Cupón}}{(1+k_{PE})^t} + \sum_{t=1}^n \frac{N}{(1+k_{PE})^n}} = \frac{\sum_{t=1}^n \frac{\text{Cupón}}{(1+k_{PE})^t} \times t + \sum_{t=1}^n \frac{N}{(1+k_{PE})^n} \times n}{P_0}$$

A excepción de los bonos cupón cero, que son los que se amortizan de una vez con todos los intereses devengados, la duración siempre está situada entre el momento de emisión y el final de la vida del empréstito, es decir, $D < n$. La duración sería equivalente al vencimiento de un hipotético bono cupón cero único que fuera equivalente a los pagos de todos los intereses y reembolsos del empréstito.

La duración de un bono viene a ser el equivalente al coeficiente *beta* de una acción. Mide la sensibilidad del precio a las variaciones de la tasa de descuento. A mayor interés de mercado, la duración se acorta, debido a la menor ponderación de los pagos más distantes, cuyo valor actual disminuye de forma exponencial. (Martín Marín y Trujillo Ponce). Cuanto mayor es la duración del bono, más elevada es su sensibilidad a las va-

riaciones de la tasa de mercado. Martín Marín y Trujillo Ponce distinguen entre bonos a largo plazo y a corto plazo.

Al aplicar esta fórmula, la empresa sabe exactamente el montante de los bonos que amortizará, pero el bonista no tiene certeza de si al suyo le tocará ser devuelto en esta ocasión. Eso se debe a que la empresa suele pactar una cláusula de amortización anticipada.

Cláusula de amortización anticipada.

Pueden ser a favor del emisor o del inversor. Si en las condiciones de la emisión no se estableció qué proporción del empréstito puede amortizarse en cada momento, la empresa puede reservarse en derecho de amortizar todos los títulos del empréstito, si el interés de mercado está suficientemente bajo como para financiación más barata. Si la cláusula se establece a favor del obligacionista, éste optará por cancelar su crédito cuando suba lo suficiente el interés de mercado, de forma que le suponga un coste de oportunidad excesivo para valorar su inversión actual.

La opción de cancelación por parte del emisor equivale a una opción de compra (*call option*), por la que la éste habrá soportado una prima, en forma de menor precio de emisión; esa prima es el precio de la opción. La facultad de cancelación por parte del suscriptor tiene el mismo significado que una opción de venta (*put option*), por la que éste habrá pagado un sobreprecio. Los bonos u obligaciones emitidos con este tipo de cláusula reciben los malsonantes y anglófonos nombres de *callable bond* y *puttable bond*, respectivamente. También pueden emitirse bonos que sean amortizables a voluntad de cualquiera de las dos partes, que compensarían, al menos en parte, los precios de las opciones de compra y venta.

La amortización anticipada se pacta a un precio determinado o precio de ejercicio de la opción y un periodo o momento para dicho ejercicio. Suele existir un periodo inicial “de protección” de quien vende la opción, durante el cual ésta no puede ser ejercitada por quien la compra. La decisión sobre si se ejerce o no la cancelación dependerá del precio de bonos similares en el mercado (e indirectamente, del interés de mercado) y del precio pagado por la prima. La empresa amortizará cuando el precio de ejercicio más la opción que pagó sea inferior al precio de mercado y el inversor cancelará cuando el precio de mercado de un bono similar sea inferior al precio de ejercicio menos la opción que pagó.

Valoración de bonos convertibles y canjeables.

La diferencia semántica entre la conversión y el canje es que en el primer concepto se requiere una ampliación de capital que se ofrece al obligacionista conversor y en el

segundo, se le ofrecen acciones antiguas procedentes de la autocartera. La conversión de obligaciones en acciones nuevas supone una merma patrimonial y de derechos de voto de los socios antiguos, como ocurre en toda ampliación de capital, por ese motivo, en las emisiones de obligaciones convertibles se les suele ofrecer derechos de suscripción preferente o determinadas cláusulas “anti-dilución” por la parte de beneficios o reservas que pasan a compartir con los accionistas nuevos.

La conversión es una opción para el suscriptor o comprador del título, que puede ejercer en determinada fecha o dentro de determinado plazo previsto para ello. Si no opta por la conversión, normalmente, la venderá o se la amortizará, por condiciones del contrato. La decisión de canjear la tomará en función de la previsión que tenga sobre el precio de las acciones después del canje o conversión y la relación de conversión entre su título y las acciones. Para establecer esta relación es inevitable calcular un valor, tanto para unos títulos como para los otros. Normalmente, los bonos se valoran por el nominal más el cupón corrido y las acciones con un descuento sobre el precio de mercado en el momento del canje. La relación entre ambos valores determina un cociente que es el número de obligaciones que se cambiará por determinado número de obligaciones; por ejemplo, si el resultado es 1'25, eso significa 5 acciones por cada 4 obligaciones convertibles, las cuales estarían más caras; si fuera 0'8, estarían más caras las acciones.

Otras características especiales

La amortización del empréstito por cuota constante sería un supuesto simplificador, a efectos de calcular el valor del mismo. Sin embargo, resulta inaplicable, debido a la indivisibilidad de los nominales, a no ser que se trate de bonos no amortizables o “*consols bonds*”, en los que todas las anualidades están formadas por intereses a perpetuidad; eso simplifica notablemente la formulación.

El carácter indefinido de dicho tipo de bonos o, lo que es lo mismo, la ausencia de reembolso, configuran a estos instrumentos financieros como una especie de híbrido entre las acciones y las obligaciones. Entre otros ejemplos de híbridos, difícil de clasificar en capital propio o ajeno, se encuentran las acciones sin voto, las obligaciones participativas (remuneradas en parte como renta variable), los títulos convertibles, las acciones preferentes, etc.

Ya se ha hablado de los bonos cupón cero, cuya valoración resulta especialmente sencilla. Especial mención merecen los bonos basuras, cuyo precio de mercado suele ser superior al calculado según la fórmula, considerando el riesgo calificado y, por último, los títulos de deuda pública, considerados sin riesgo, cuyo valor de mercado depende casi exclusivamente del tipo de interés. También los bonos hipotecarios o activos “titulizados” tienden a reducir el riesgo y, por lo tanto, a hacer coincidir el valor estimado y el precio de mercado, para un interés dado.

2. VALORACIÓN DE DEUDAS E INFLACIÓN.

La inflación se define como “tasa de incremento generalizado de los precios (al consumo o de costes), de forma continuada y significativa, durante un periodo (variable flujo) que suele coincidir con el año natural”. Se mide en porcentaje acumulativo anual.

En épocas de inflación, aquellos bonos que se amorticen en más años se verán perjudicados, en términos reales. El valor real descenderá por la pérdida de patrimonio y por la disminución de **interés real**, es decir, la inflación afecta tanto al principal (o nominal) como a los intereses. Si los bonos han sido suscritos a interés fijo (renta fija, en sentido estricto), su valor tenderá a disminuir en el mercado, conforme se incremente el nivel general de precios.

Pero, por otra parte, 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. Por ese motivo, es frecuente que se pacten las deudas a largo plazo con tipos de interés indexados o indicados al nivel general de precios (IPC). Incluso es posible indiciar también el nominal.

Valorar dichos pasivos al momento actual entraña una dificultad consistente en la necesidad de estimar las tasas de inflación —y el interés de mercado— para el periodo de vida del empréstito, al fin de utilizarla como tasa de descuento adicional al k_{PE} , en la fórmula siguiente:

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

Donde V_{PE} es el valor del pasivo exigible; V_t la deuda viva en el momento “ t ”; CAF es la cuota de amortización financiera del empréstito y “ g ” la tasa de inflación.

El interés nominal de las nuevas emisiones ya estará corregido por la tasa de inflación prevista, aunque las previsiones no son fáciles (ni siquiera es fácil medir el incremento de precios *a posteriori*) y vendrán dadas, en todo caso, en términos aleatorios.

3. 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.

Aparte de la posibilidad de contratar seguros de cambio o derivados financieros sobre divisas, el riesgo derivado de las operaciones comerciales se puede cubrir financiando dichas operaciones en la misma moneda en que se realizan, de manera que se pague la financiación con el flujo de explotación. Sin embargo, 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. En ocasiones, por motivos de prestigio, a la empresa intentará tener presencia en mercados exteriores (p. ej., Nueva York), de modo que las cotizaciones en esos mercados de valores vengan dadas en la moneda local (dólar). Sin embargo, es posible que el nominal o el valor de reembolso de dichos títulos esté en euros, con lo cual, los intereses se pagarían a una tasa de interés distinta a la de mercado.

Además, en una economía globalizada, es de suponer que los títulos emitidos en mercados locales estén siendo valorados diariamente por inversores que pueden proceder de economías externas, que usan otra divisa en sus operaciones corrientes y que, por lo tanto, perciben un determinado riesgo en esos títulos de deuda.

El riesgo de cambio afecta tanto a intereses como al principal y puede suponer una pérdida o una diferencia positiva. Los medios de cobertura suponen siempre un coste que mengua el valor de la inversión.

4. VALORACIÓN DE DEUDAS A INTERÉS 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 diariamente 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*).

Los bonos referenciados se conocen como “*floating rate notes*” o FRN y, a pesar de que el interés para el obligacionista varíe con el tiempo, no dejan de ser considerados “renta fija”. Como ya se ha visto, las fluctuaciones del interés de mercado suponen un riesgo para las partes, por la existencia de cláusulas de amortización o conversión o simplemente por la duración de la operación, especialmente aquellos bonos que son cupón cero. A pesar de tener un tipo de interés no controlable por las partes, el valor de estos pasivos es más estable, precisamente porque los intereses nominales fluctúan de la misma forma que el interés de mercado, que es la tasa de descuento de dicha valora-

ción. 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. Por eso, el valor se calcula precisamente descontando a la tasa de interés de mercado. En la medida en que el interés nominal (aquel por el que se calcula el importe del cupón) coincida con el interés de descuento, el valor tenderá a coincidir más con el precio de reembolso. En otro sentido, cuanto más se aproxime el interés nominal al de descuento, menos se alejará la cotización a dicho valor. Por este motivo, un interés referenciado al de mercado proporciona al valor del título mayor estabilidad. Si el interés variable está bien referenciado y el interés de referencia es indicativo de una tasa de mercado eficiente, será una fórmula de protección contra el riesgo de tipos de interés, en todo tipo de deuda, en función de la siguiente expresión, donde se ha hecho abstracción del problema de la inflación:

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

Siendo “ Sp ” el *spread*, la variabilidad del interés nominal será similar a la de la tasa de descuento. Aquí no es correcto decir que la devolución del principal sí está afectada por el riesgo de tipo de interés, puesto que éste no afecta al poder adquisitivo de la moneda. Esto se ve claramente en caso de un bono cupón cero:

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

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.

Debido al interés variable, el riesgo de tipos de interés no es un elemento que dificulte la estimación del valor de los pasivos exigibles; la dificultad se encuentra hoy en los intereses que se hayan referenciado al MIBOR, en operaciones que todavía estén vivas. El préstamo interbancario en la plaza financiera de Madrid se sigue calculando, ya no en pesetas y cada vez con menor profundidad y fiabilidad, pero con vigencia para los contratos, por ejemplo, los préstamos hipotecarios. Se considera que este tipo de deudas se extinguirá al vencimiento de la última de ellas, puesto que los nuevos contratos, incluyendo obligaciones y bonos, se emiten con referencia al EURIBOR, localizado en el mercado interbancario de Frankfurt.

BIBLIOGRAFÍA

- CABALLER MELLADO, V. (1994): *Métodos de valoración de empresas*. Pirámide.
- COPELAND, T.; KOLLER, T. y MURRIN, J. (1995): *Valuation*. John Wiley & Sons. Nueva York.
- CORNELL, B. (1996): *Corporate Valuation*. Irwin. Nueva York.
- DAMODARAN (1996): *Investment valuation*. John Wiley & Sons. Nueva York.
- FERNÁNDEZ, P. (1999): *Valoración de empresas*. Estudios y Ediciones IESE. Barcelona.
- KEOWN, A.J., PETTY, J.W., SCOTT, D.F. y MARTIN, F.D. (1999): *Introducción a las Finanzas. La práctica y la lógica de la administración financiera*. 2ª ed. Prentice Hall Iberia. Madrid.
- MARTÍN MARÍN, J. L. y TRUJILLO PONCE, A. (2000): *Manual de valoración de empresas*. 1ª ed. Ariel Económica. Barcelona.
- ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W. y JAFFE, J. F. (1999): *Finanzas Corporativas*. 5ª ed. McGraw-Hill.

Capítulo quinto

ESTRUCTURA FINANCIERA Y VALOR DE LA EMPRESA

1. CONCEPTOS PREVIOS

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.

Estructura financiera: 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. La segunda, que expresa la proporción de deuda en el pasivo total (equivalente al activo total) es la que da una idea más comprensible del concepto de endeudamiento.

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

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

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. 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.

$V = RP$ para el accionista

$V = RP + PE$ para accionistas y acreedores

La primera definición es la más utilizada en la actualidad, aunque la segunda se utilizó durante varias décadas para explicar la hipótesis de la irrelevancia, que afirma que dicho valor es invariable ante cambios en la estructura financiera (V. apartado 3).

La pregunta fundamental que ha venido relacionando el tema de la estructura financiera con el valor de la empresa es la siguiente: ¿Existe un ratio de endeudamiento óptimo que maximice el valor, en cualquiera de sus dos acepciones? Para responderla, han surgido multitud de Teorías, que iremos exponiendo, por orden cronológico y de simplicidad. Algunas de ellas han estado vigentes mucho tiempo, hasta que han sido desbancadas por otras. Los presupuestos simplificadores iniciales, que se muestran en la lista, se han ido cuestionando paulatinamente conforme los modelos se iban haciendo

más complejos, menos simplistas. Ese es el proceso que se seguirá en los sucesivos capítulos.

Por simplicidad didáctica, se va a explicar el efecto de la estructura financiera en el valor de la empresa, prescindiendo del efecto de otras variables, que se supondrán constantes. 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. Eso significa, en primer lugar, que todo el capital es negociable, cosa que no suele ocurrir y que se comentará en el capítulo de la PYME. En segundo lugar, se asume la **estacionariedad** o presunción de que la Empresa no está en expansión, puesto que todo el beneficio se reparte.
- ❖ Todo el capital ajeno está formado por obligaciones. Esta hipótesis elimina el racionamiento del crédito y otras imperfecciones de los mercados de capitales.
- ❖ Racionalidad económica. En general, adoptaremos esta hipótesis, según se argumentó en el preámbulo.
- ❖ Mercados financieros perfectos. El tema de la eficacia de los mercados se sigue discutiendo (Martín Marín y Trujillo Ponce, 2001), aunque es evidente que los mercados de crédito y valores no pueden considerarse de competencia perfecta, puesto que hay posibilidad de ganancia.
- ❖ No existen resultados extraordinarios. Este enunciado acepta la concepción del beneficio ordinario de la empresa como una retribución de factores productivos.
- ❖ El resultado esperado es constante y positivo (la empresa es rentable). Esta hipótesis ya se ha eliminado al explicar el modelo de las oportunidades de inversión.
- ❖ En principio, también son constantes el riesgo operativo, la cifra de activo, la estructura financiera, el coste de la deuda y del capital propio.
- ❖ No consideramos los impuestos ni otros costes de transacción. No obstante, trataremos sobre ellos en el siguiente capítulo.

2. APALANCAMIENTO Y RIESGO FINANCIERO.

En este epígrafe 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.

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, de forma que la rentabilidad de ésta permita recompensar a aquél y se quede con un excedente el que

recibió dicho apoyo. En este libro, comentaremos, al menos, dos tipos de apalancamiento.

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 se 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

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

$$r_f \geq K_{CP}$$

$$R_e \geq K_0$$

Apalancamiento político en capital propio: La toma de participaciones de control, colocando el resto del capital entre accionistas particulares, sirve para apalancar los derechos de voto. En este caso, el agente ocasional sería el accionista minoritario y su retribución el dividendo. El beneficio para el agente destinatario del apoyo sería el control de la empresa.

Otros tipos de apalancamiento: Se denomina **apalancamiento operativo** al aprovechamiento de una dimensión de actividad óptima, cuando existen costes fijos y, como consecuencia, economías de escala. Se aplica a los costes de producción, comercialización, administración y, como veremos, a los gastos de emisión de títulos y formalización de deudas.

Riesgo financiero: Variabilidad en el beneficio derivada de la estructura financiera. En el siguiente capítulo, se definirá también como la probabilidad de no poder restituir y retribuir puntualmente y por el importe obligado al acreedor.

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, especialmente, en inversiones en el extranjero o relacionadas con la exportación.

Prima de riesgo (p): Incremento en la retribución exigida por los agentes aportantes de fondos, como consecuencia de un mayor riesgo —normalmente, financiero— percibido por éstos.

El apalancamiento incentiva a la empresa a endeudarse, hasta un nivel determinado, en que empieza a disuadirle el efecto del riesgo financiero y la prima de riesgo.

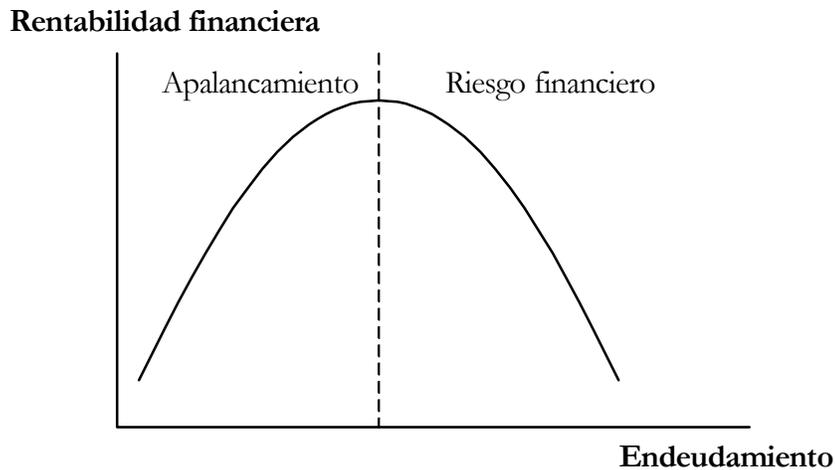


Gráfico 4. Apalancamiento y riesgo financiero

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

Con una perspectiva didáctica, la Teoría financiera ha definido, a posteriori, un posicionamiento hipotético basado en el resultado de explotación (RE). Le dieron fundamento teórico *Franco Modigliani* y *Merton Miller* (M&M, 1958). Su teoría de la **irrelevancia** de la estructura financiera, así como de otras variables (política de dividendos, impuestos) en el valor de la empresa se oponía a la Tesis tradicional existente hasta ese momento, pero constituía un “armazón teórico muy bien tramado y coherente con las hipótesis...” (Suárez Suárez). 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. Como explicó Walter (ver capítulo siguiente), en esas supuestas condiciones, el valor de la empresa sería independiente de la estructura financiera:

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

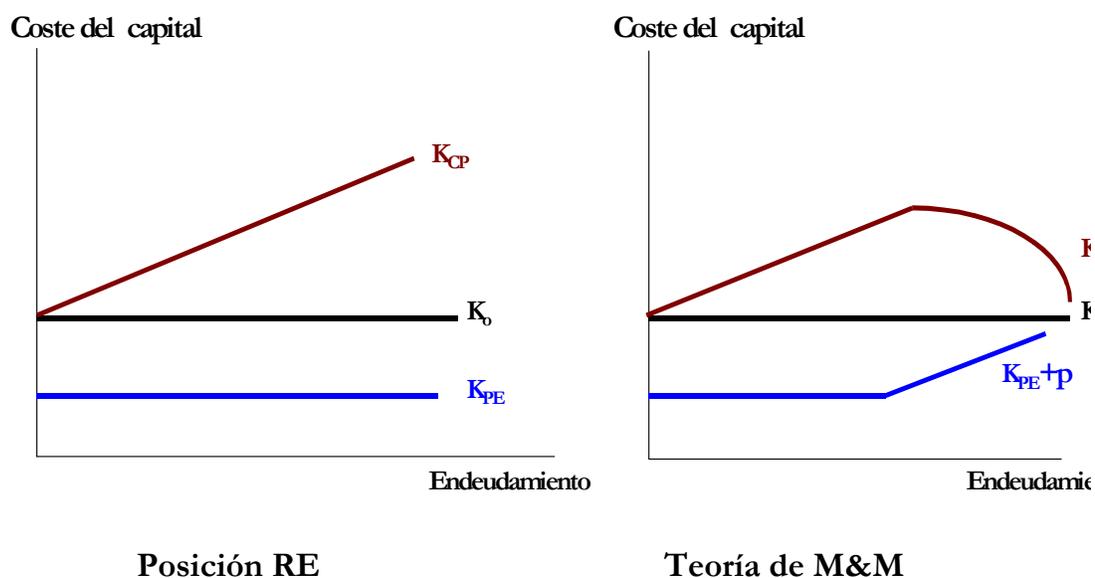
En este caso, la maximización del valor de la empresa se corresponde con la del beneficio y, además, con la minimización del coste del capital. La fórmula parte de la presunción de que...

- ❖ 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).

- ❖ El valor calculado por los agentes en dicho mercado depende exclusivamente del **beneficio bruto** o de explotación.
- ❖ Se acepta que el coste de capital pueda expresarse como promedio ponderado de las fuentes propias y ajenas.

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

(3)



Gráficas 5 y 6. La proposición RE y la Teoría de la irrelevancia de M&M

Como muestran las **gráficas 5 y 6**, el razonamiento de M&M sería el resultado de considerar la incidencia del riesgo financiero en el posicionamiento teórico que se ha denominado RE. El efecto apalancamiento hace creciente la rentabilidad financiera (gráfico 4) y, por lo tanto, el coste de la financiación propia. Añadiendo una prima de riesgo, se obtiene un máximo en dicha función.

Es importante observar que el coste medio del capital (k_0) permanece constante, a pesar de la variación de sus dos componentes, lo cual no contradice la fórmula 3. Eso significa que, según la expresión (2), el valor también es independiente de la estructura financiera o, dicho de otra forma, ésta es irrelevante.

El esquema teórico de M&M se resume en las tres proposiciones teóricas que ellos mismos formularon:

- 1^a) Se utiliza como argumento la posibilidad de **arbitraje** para justificar la existencia de precios dados, en un mercado perfecto.
- 2^a) La **prima de riesgo** se compensa con la reducción del efecto apalancamiento relativo al coste del capital propio, puesto que el beneficio bruto es constante. Al ser un promedio de ambos, el coste del capital permanece constante.
- 3^a) Tal y como se define y se formula el Valor de la empresa su comportamiento sería el de una constante, lo mismo que el coste del capital K_0 , pues no depende del ratio de endeudamiento.

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. Se añade el término “PE” para poder comparar el valor basado en las acciones con el de la tesis de M & M.

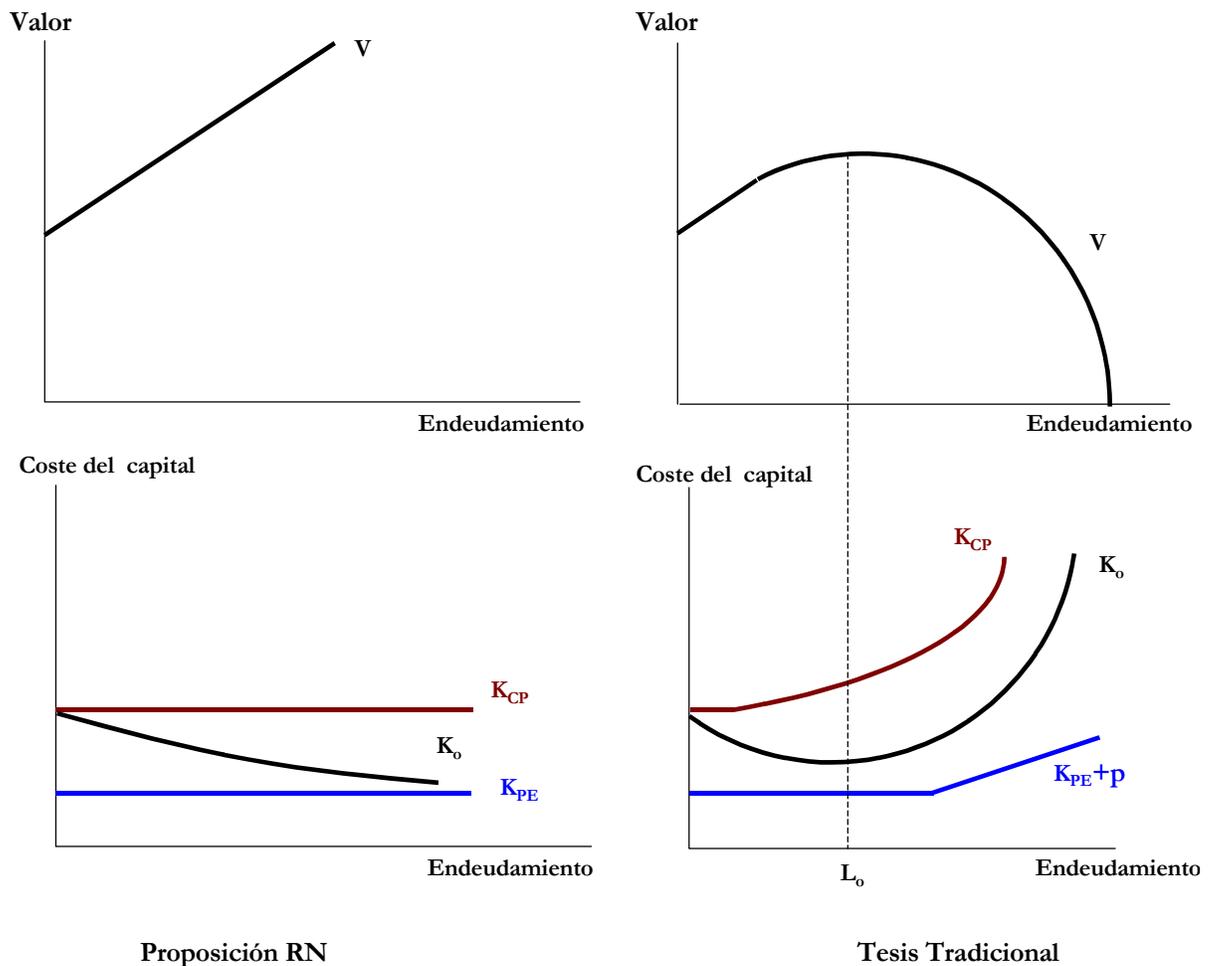
Este planteamiento también es compatible con el concepto de coste medio ponderado y con el efecto apalancamiento. Como en la formulación RE, aquí se supone que el coste de los capitales propios es mayor que el de los ajenos, por lo tanto, el coste medio estará comprendido entre ambos valores, para cualquier nivel de endeudamiento. Eso es lógico, debido al mayor riesgo de la renta variable (cap. IV).

$$\boxed{K_{PE} \leq K_0 \leq K_{CP}} \quad (5)$$

No queda explicitado qué relación existe entre la estructura financiera y el coste del pasivo. Si bien se puede adoptar la expresión del apalancamiento, es necesario admitir que la prima de riesgo pueda tener efecto tanto en el coste de los capitales ajenos como de los propios. Eso es debido a que, a diferencia de M & M, la restricción (5) obliga a que exista cierta co-variación entre K_{PE} y K_{CP} , en caso de que no sean constantes, de forma que $(1 - k_{PE}/k_{CP}) > 0$, en la función (4).

Como desarrollo del modelo de Markivitz, aplicable a teoría de carteras, surge un modelo de carácter normativo, acerca de la formación de precios de los activos financieros (*Capital Asset Pricing Model, CAPM*), de la mano de Sharpe, Lintner y Mossin. Este

modelo formula explícitamente la relación entre el riesgo financiero y el coste del capital propio y encuentra que existe un máximo o, al menos, una zona óptima (borrosa y difícil de calcular en la práctica) que indica que unas estructuras financieras son mejores que otras. Esto supuso el destierro de la hipótesis de la indiferencia (de los impuestos, política de dividendos y nivel de endeudamiento sobre el valor de la empresa) de M & M y una aportación fundamental a la teoría del valor, en la que se demuestra la escasa aversión al riesgo de los accionistas, en relación con la empresa, debido a que aquéllos suelen diversificar su cartera.



Gráficos 7 a 10. La proposición RN y la Tesis Tradicional

Esta idea, defendida por Han Kim, David Duran, Eli Schwartz, Gordon y otros, sostiene la denominada “Tesis tradicional”, porque vuelve a las explicaciones anteriores a M & M, completada con fórmulas y estudios empíricos que demuestran imperfecciones en los mercados de capitales. A diferencia de la tesis de M & M, se reconoce la incidencia del riesgo financiero en el coste del capital propio y, de forma inversa, en el valor de la empresa (ver fórmula). Dicho efecto llegaría a compensar la ventaja del apalancamiento y definiría un máximo en la función de valor y un mínimo en el coste del capital.

Como muestran las gráficas, el planteamiento recogido en la Tesis tradicional sería el resultado de considerar la incidencia del riesgo financiero en un posicionamiento teórico que se ha denominado RN (Resultado Neto).

5. INTERACCIÓN ENTRE DECISIONES DE INVERSIÓN Y FINANCIACIÓN.

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. Considerando que dicho mercado fuera de competencia perfecta, vendría a coincidir con el coste de los pasivos. Automáticamente, se utiliza el coste del pasivo total de la empresa para descontar un determinado proyecto de inversión. La elección de la tasa de descuento es un aspecto importante en la valoración de proyectos de inversión, puesto que, al determinar el porcentaje de endeudamiento, la empresa está asumiendo una decisión de financiación que influirá en el cálculo de la rentabilidad neta de los negocios y, por lo tanto, en las decisiones sobre si invertir o no.

Admitiendo que el coste del pasivo de una empresa es algo singular y que viene determinado más por la estructura financiera que por los mercados de capitales, se suele partir de la suposición de que la financiación de cada proyecto obedece a la misma estructura que el conjunto de la empresa. Sin embargo, puede ocurrir que la estructura financiera del proyecto no sea la misma ni tenga el mismo coste que la de la empresa en su conjunto. Existe controversia sobre si es más adecuado para valorar una empresa tener en cuenta, como tasa de descuento, el coste de la financiación exclusiva de cada proyecto, en caso de que sea posible identificar partidas de activo y pasivo o, por el contrario, recalcular el coste del pasivo total y plantear nuevamente la rentabilidad de los proyectos iniciados, dado que ésta perseguiría minimizar el coste total de sus pasivos. Surge el problema de que alguna de las inversiones vivas se revele como no rentable, habiendo sido previamente validada, en función de otra tasa de descuento.

En sentido contrario, las decisiones de inversión, su rentabilidad prevista y el riesgo atribuible a sus rendimientos pueden influir en la obtención de una estructura financiera óptima u otra. La posición de la empresa en los mercados de productos y factores pue-

de influir en el valor que le atribuya el mercado de capitales. De forma inversa, la posición en los mercados de capitales de la Compañía puede influir en la imagen del producto. Por lo tanto, el acceso y los costes de la financiación repercuten en la rentabilidad de las inversiones y, por lo tanto, en la competitividad y, al revés, las expectativas respecto a las inversiones determinan la calificación del riesgo, el racionamiento del crédito, etc. y, en último término, el acceso a la financiación.

Por todo ello, la existencia de una ratio de endeudamiento óptimo puede influir en el importe de las inversiones y, como consecuencia, en la rentabilidad de éstas, sobre todo cuando existen indivisibilidades. La distorsión se eliminaría si la empresa consiguiese financiar cada nuevo proyecto con una estructura financiera idéntica a la que tiene el conjunto de los proyectos en curso, de forma que el coste de la financiación del proyecto fuera similar al de la empresa. Sin embargo, no suele hacerlo y la explicación a este fenómeno sólo puede encontrarse en la Teoría de Costes de Transacción. Debido a los costes fijos de emisión de empréstitos y de ampliación de capital, la empresa suele elegir únicamente una de esas dos alternativas para financiar el total del desembolso. Como consecuencia de eso, la estructura financiera de la empresa varía inevitablemente. A continuación, el directivo financiero se planteará la cuestión de si se ha apartado excesivamente del nivel de endeudamiento óptimo y si merece la pena recuperarlo, en función de los mencionados costes y de la rentabilidad de las colocaciones alternativas.

6. FACTORES DETERMINANTES DE LA ESTRUCTURA FINANCIERA

Como se verá más adelante, el nivel de endeudamiento de la empresa determina su grado de solvencia, de ahí que se considere una de las decisiones más importantes del director financiero o gerente de la empresa, aunque en la práctica es posible que tal estructura no emane de una decisión expresa, sino de un cúmulo de circunstancias. Entre ellas, ya se ha citado la necesidad de alcanzar un valor de mercado y un coste del capital óptimos y se ha hecho alusión a la posibilidad de una política de mera satisfacción de ambas variables (valor y coste financiero).

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. Al mismo tiempo, se estudian las repercusiones de determinadas estructuras de capital sobre el éxito y la supervivencia de las empresas. 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.

A un nivel más microeconómico, existen una serie de circunstancias que pueden explicar, para una misma empresa, una modificación *ceteris paribus* de su nivel de endeudamiento. Se comentará en el siguiente capítulo el efecto de la política de dividendos o los impuestos en el ratio de endeudamiento, aunque existe todo un conjunto de cir-

cunstancias que, en la práctica, terminan por inducir un determinado grado de endeudamiento, independientemente del que sería deseable, desde el punto de vista de la maximización del valor, entre otros motivos, debido a que suele ser difícil de calcular el valor óptimo o la relación directa entre éste y el endeudamiento.

Como muestra la **figura 3**, todos los factores que determinan la estructura financiera de las empresas (especialmente, las PYME) condiciona también el nivel de riesgo asociado a invertir en dicha empresa. Eso es debido a que el riesgo es un elemento primordial en la obtención de financiación y el coste que se ha de pagar por ésta. El riesgo puede entenderse en sentido de variabilidad posiblemente positiva o negativa. Normalmente, las empresas con mayor riesgo tendrán más dificultades para endeudarse.

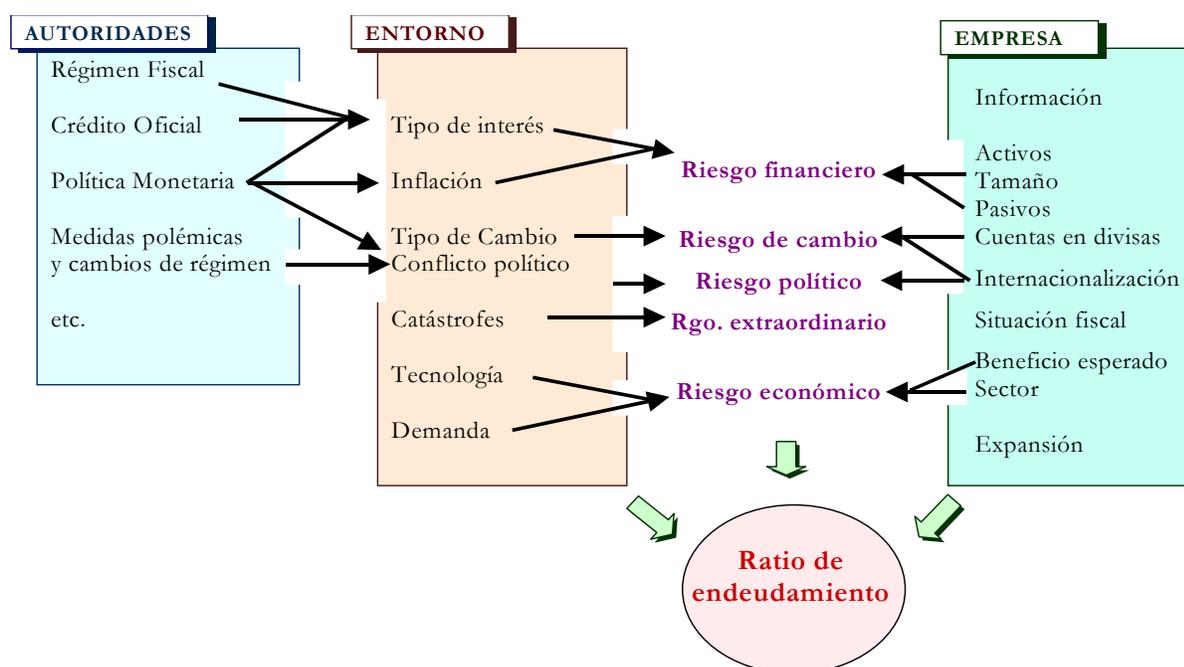


Figura 3: El ratio de endeudamiento, en función de los factores de riesgo

BIBLIOGRAFÍA:

ALBARRÁN LOZANO, I.; CARDONE RIPORELLA, C. y CAZORLA PAPIS, L. (2000): *Determinantes de la estructura de capital de las PYME: Una aproximación*. En *La Empresa del Siglo XXI: Finanzas, Tecnologías y Sistemas de Información* (Volumen I), pp. 525 – 553. Diputación de Cádiz. Jerez de la Frontera.

AZOFRA PALENZUELA, V. y FERNÁNDEZ ÁLVAREZ, A. I. (1999): “Las Finanzas Empresariales 40 años después de las proposiciones de MM. Teorías y Realidades”. *Papeles de Economía Española*, nº 78-79, pp. 122-144.

- BOEDO VILABELLA, L. y CALVO SILVOSA, A. R. (1997): "Un modelo de síntesis de los factores que determinan la estructura de capital óptima de las PYMES". *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, vol. 6, n.º 1, pp. 107 - 124.
- CUERVO GARCÍA, A. (1994): *Análisis y Planificación Financiera de la Empresa*. Civitas. Madrid.
- DOMÍNGUEZ, J. A., DURBÁN, S. y MARTÍN, E. (1990): *El subsistema de inversión y financiación de la empresa*. Pirámide. Madrid.
- KEOWN, A.J., PETTY, J.W., SCOTT, D.F. y MARTIN, F.D. (1999): *Introducción a las Finanzas. La práctica y la lógica de la administración financiera*. 2ª ed. Prentice Hall Iberia. Madrid.
- LÓPEZ GRACIA, J. y ROMERO MARTÍNEZ, M. (1997). "Estudio comparado de la estructura financiera de la PYME en la Unión Europea". *Actualidad Financiera*, noviembre 1997.
- MARTÍN MARÍN, J. L. y TRUJILLO PONCE, A. (2000): *Manual de valoración de empresas*. 1ª ed. Ariel Económica. Barcelona.
- MASCAREÑAS, J. y LEJARRIAGA, G. (1993): *Análisis de la estructura de capital de la empresa*. Ediciones de la Universidad Complutense. Madrid.
- MELLE-HERNÁNDEZ, M. (2001): *The effects of Bank Debt on Financial Structure of Small and medium Firms in some European Countries*. Universidad Complutense de Madrid y Fundación de las Cajas de Ahorros Confederadas para la Investigación Económica y Social (FUNCAS). Documento de trabajo publicado.
- ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W. y JAFFE, J. F. (1999): *Finanzas Corporativas*. 5ª ed. McGraw-Hill.
- SUÁREZ SUÁREZ, A. S. (1998): *Decisiones óptimas de inversión y Financiación en la Empresa*, 18ª ed., Pirámide, Madrid.
- VALLS MARTÍNEZ, M. C. (2001): "Las modernas Teorías financieras. Examen de su aplicación a la valoración de Sociedades Anónimas que cotizan en Bolsa", *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa*, Vol. 7, N° 1, pp. 37-56.

Capítulo sexto

EFFECTO DE LOS IMPUESTOS Y OTRAS VARIABLES

En este capítulo van a ser eliminadas algunas de las hipótesis restrictivas iniciales, especialmente, la relativa a la estacionariedad 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 ESTRUCTURA FINANCIERA.

Los impuestos son instrumento del Estado para dirigir la inversión y también una fuente financiera para el Estado y otros entes públicos. Sólo consideramos el Impuesto Sobre el Beneficio de Sociedades (Ley 43/1995, de 27 de diciembre, del Impuesto sobre Sociedades, B.O.E. 310, de 28 de diciembre). 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.
- ❖ Régimen específico para PYME:
 - ❖ Libertad de amortización de inversiones de escaso valor o que supongan incremento de plantilla.
 - ❖ Deducción de una provisión por insolvencias del 1% del saldo de deudores.
 - ❖ Exención por reinversión de incrementos patrimoniales.
 - ❖ "Progresividad" 30%, 35%.
 - ❖ Normalmente son PYME las empresas de nueva creación.

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 patrimonio 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. Normalmente, el impuesto reduce la rentabilidad financiero-fiscal de las inversiones, puesto que se trata de un coste, aunque a su vez reducen el coste de la financiación, por ser éste un gasto deducible el importe anual de la base imponible. Eso abarata la financiación ajena con respecto a la propia y favorece el apalancamiento financiero; por lo tanto, es lógico pensar que tienda a incrementar la estructura financiera óptima.

En la corrección de M&M de 1963 se repara en la existencia del impuesto de sociedades y, como consecuencia, una elevación general en el nivel de endeudamiento en el conjunto de las empresas, que no era lo mismo que admitir que existiera un ratio de endeudamiento óptimo. Esto sí supone, en cambio, un posicionamiento teórico radicalmente distinto, puesto que se pasa de un enfoque RE a RN, como se observa en el **Gráfico 9**.

$$BDT = B - T = B - t \times RN = B - t \times (B \times \text{---} K_{PE}D) = B \times (1 - t) + t \times K_{PE}D$$

M&M llamaron “renta errática” o aleatoria (o variable) a $B(1 - t)$ y “renta cierta” o constante (o fija) al término $tK_{PE}D$. En la formulación del valor de la empresa, la primera se descuenta a una tasa representativa del coste de oportunidad general del mercado y la segunda al interés del pasivo exigible.

$$V = \frac{B \times (1 - t)}{K_0} + t \times D$$

Por extraño que parezca, según esta fórmula, la subida del tipo impositivo en el impuesto sobre sociedades supone un incremento en el valor de la empresa en la medida $t \times D$, por lo que la reducción del interés efectivo en $t \times K_{PE}$ puntos porcentuales tenderá a incrementar la rentabilidad financiera. No es menos cierto, sin embargo, que se da una disminución en el valor de la cuantía $t \times B / K_0$, que consiste en una reducción del beneficio anual, lo cual tenderá a reducir la rentabilidad para el accionista y también para el conjunto de la empresa.

En fechas coincidentes, Merton Miller confecciona un modelo que tiene como primordial innovación la incidencia del impuesto personal (o societario) para el accionista —y el obligacionista— en la valoración que éste hace de las acciones. Formula la estructura financiera óptima como aquella que proporciona un mayor ahorro impositivo al inversor, según la fórmula:

$$\Delta V = D \left[1 - \frac{(1 - t_{sdes}) \times (1 - t_{accta})}{(1 - t_{obgta})} \right]$$

Este planteamiento explicaría el ofrecimiento de las emisiones a familias, pequeños inversores de rentas bajas e instituciones exentas. Esta fórmula no está reñida con la anterior, especialmente si se consideran parecidos los tipos impositivos que soportan accionistas y obligacionistas. Esto no es ningún supuesto irreal, teniendo en cuenta que el tipo de retención en la fuente es el mismo para dividendos que para cupones.

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. Aunque es un caso infrecuente y el concepto se usa sobre todo para disquisiciones teóricas, es bastante didáctico porque ilustra perfectamente el papel de los impuestos como coste de transacción, condicionante del valor de la empresa y, en este caso, responsable de la mera existencia de la sociedad. 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.

Se dice que una empresa puede presentar esta característica, de forma transitoria, cuando se acaba de constituir con aportaciones dinerarias y aún no ha realizado inversiones o cuando se ha liquidado y está pendiente de disolverse. También incluso cuando está efectuando un cambio radical de objeto social o existen otras circunstancias todavía más anómalas. 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.

En este caso se presenta la curiosidad de que existe una alternativa a la disolución, la venta, lo cual implica un proceso de valoración. En principio, no parece difícil valorar un saldo de tesorería de distintos tipos, con el matiz de las posibles diferencias de cambios, el grado de liquidez o el coste de las comprobaciones y arqueos. Sin embargo, lo que se vende no son los elementos patrimoniales, sino el conjunto de una empresa, con unas circunstancias determinadas. El siguiente ejemplo viene a ilustrar esta idea fundamental del libro que tiene entre manos.

La empresa, una vez liquidada tiene una pequeña barrera de salida, materializada en el coste de la liquidación, que es un coste de transacción para la venta de los elementos de la empresa. Ese coste viene definido por el impuesto sobre las rentas de las personas, sean físicas o jurídicas, que son propietarias de la empresa. Tienen un patrimonio en acciones que pueden convertir en un patrimonio en elementos de la empresa, una vez disuelta. Esos elementos, en el caso que nos ocupa, son saldos de tesorería.

Al recibir, a título individual, cada propietario la parte de patrimonio que le corresponde deberá someterlo a tributación, por eso se plantean cobrarlo por otro procedimiento que consiste en la venta de sus acciones. El problema a resolver es cuánto vales sus acciones.

Supongamos que el impuesto personal supone, por término medio, a sus propietarios, el 12%, es decir, recibirían, en términos netos, 88 céntimos por euro. El tipo impositivo es un porcentaje de cómputo anual. Ese sería el descuento máximo que estarían dispuestos a perder en la venta de la empresa a un tercero. Esta situación es inestable, puesto que el descuento es mayor o menor dependiendo del periodo considerado y, si la compraventa no se realiza dentro de un determinado periodo, los propietarios optarán por liquidar.

Veamos qué ocurre si un adquirente eventual ofrece por la empresa un precio de 90% del valor contable, tres meses después de la liquidación. El 10% complementario puede ser engañosamente bajo, ya que es una cantidad que se pierde en sólo tres meses. El coste financiero, en interés de descuento será $0'1 \times (360/90) = 40\%$ anual. Los propietarios optarán por no liquidar y podrán esperar hasta diez meses ($0'1 \times (12/10) = 12\%$), a la espera de una oferta mejor. Esto explica que una empresa liquidada pueda permanecer un tiempo bajo de forma de sociedad hucha.

Si la oferta del comprador interesado hubiera sido, por ejemplo, del 80%, el coste efectivo habría sido demasiado alto para los propietarios actuales, hasta transcurridos veinte meses. Así pues, la transacción no se efectuaría, pues antes habrán tributado al 12% por la tesorería recibida en la liquidación.

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.

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

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:

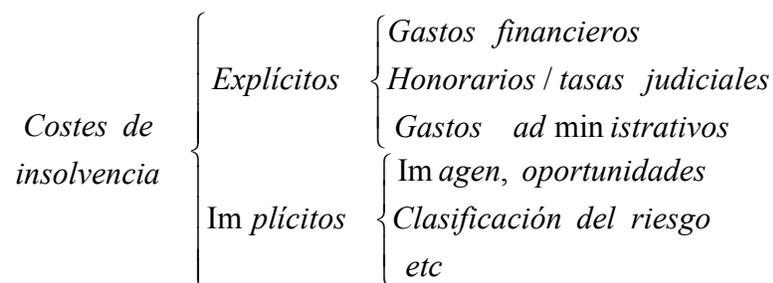


Figura 4. Tipos de costes derivados de la insolvencia

Habíamos definido el **riesgo financiero** como la variabilidad del beneficio debida a la estructura financiera, pero también se puede definir como la probabilidad de incurrir

en costes de insolvencia. Cuando existe riesgo financiero, el coste de insolvencia se produce en la medida en que aumenta el endeudamiento, pero no parece que esté claro si esa relación es lineal y, sobre todo, si se da únicamente a partir de ciertos porcentajes de endeudamiento, de forma discreta o continua, etc. El componente probabilístico no se recoge en la fórmula por simplicidad

Se define la **insolvencia** como la imposibilidad de atender a los pagos a su vencimiento y por las cantidades debidas. Los tipos de insolvencia que se pueden dar, en términos formales, son básicamente dos.

Tabla 2. Procedimientos concursales mercantiles.

<i>JURÍDICAMENTE</i>	Suspensión de pagos	Quiebra
<i>EFFECTOS PATRIMONIALES</i>	Falta de liquidez	Patrimonio neto negativo (AR<PE)
<i>TEMPORALIDAD</i>	Insolvencia técnica o provisional	Insolvencia legal o definitiva
<i>INICIACIÓN</i>	La solicita el empresario para protegerse de los acreedores	La solicitan los acreedores para protegerse del empresario
<i>CONSECUENCIAS PARA ACCIONISTAS</i>	Pérdida de valor, reducción del beneficio, incremento en la rentabilidad exigida.	Los socios pierden todo su patrimonio

Fuente: Suárez Suárez.

El *Cost Asset Pricing Model* (CAPM) debe ser considerado el marco de referencia teórico actual de las Finanzas. Según Suárez, la consideración del coste derivado de la probabilidad de insolvencia reconcilia la teoría de *Modigliani* y *Miller* con las modernas tendencias, concretamente, el CAPM si al modelo de M&M de 1963 se le añade un término negativo en concepto de costes por insolvencia.

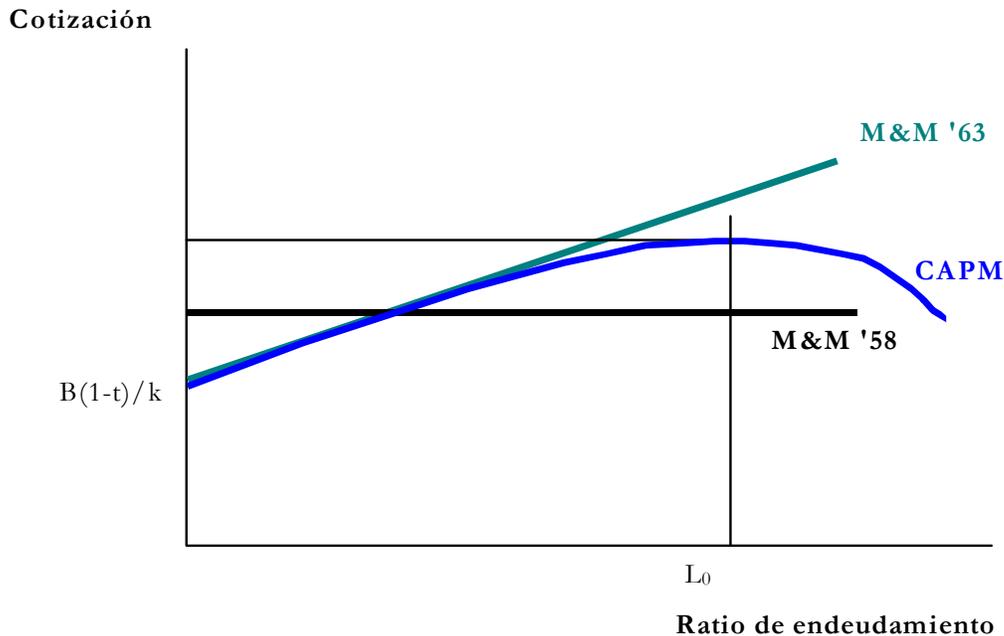


Gráfico 9. Evolución del modelo de M&M, hasta ser definitivamente sustituido

4. AUTOFINANCIACIÓN Y POLÍTICA DE DIVIDENDOS

Al considerarlas, abandonamos la hipótesis de estacionariedad. Son decisiones duales; son complementarios el porcentaje de beneficios que se reparte y el que se destina a reservas. Si “d” es la política de dividendos y “b” la de reservas, entonces se cumple que $d + b = 1$, de forma que el dividendo sea $d \times B = (1 - b) \times B$ y el resto, $b \times B = (1 - d) \times B$, se reinvierta en la empresa.

Ya vimos que el principio fundamental de la valoración considera los dividendos como un componente esencial en la valoración de acciones por parte del inversor. Sin embargo, existen planteamientos teóricos, como los de M&M, que niegan cualquier relevancia de esa variable en el valor de la empresa y defienden que éste sólo depende del beneficio, ya sea bruto (posición RE) o neto (RN). Al igual que las teorías, los estudios empíricos son contradictorios sobre la influencia de los beneficios y los dividendos en el valor de las acciones, aunque no cabe duda que ambas variables están correlacionadas: Si no hay beneficios, no hay dividendos.

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. Para Suárez Suárez, “el beneficio neto anual no consti-

tuye un buen indicador de la eficacia para los accionistas”, puesto que el concepto de beneficio implica, por sí mismo, procesos valorativos, en el registro de existencia, métodos de amortización, dotación de provisiones, etc.). El caso “Enron” ha puesto en entredicho la validez de los informes de auditoría.

Ahora bien, si los beneficios son maquillables, los dividendos son susceptibles de cirugía estética, con tal de proveer a los mercados bursátiles una apariencia de estabilidad. Pueden llegar a descapitalizar la empresa, al amparo de falsas expectativas de beneficios futuros, pero si los beneficios tienden a descender, la disminución del reparto de dividendos se puede retardar, pero no evitar, sobre todo, teniendo en cuenta la reducción de la dotación a reservas. No cabe duda de que dividendo y beneficio son dos variables correlacionadas. Tal vez por eso, existen modelos teóricos y estudios empíricos contradictorios con respecto a la influencia de la política de dividendos en el valor de la empresa.

El verdadero motivo por el que los mercados dan más importancia al dividendo no es la escasa fiabilidad del beneficio, sino el predominio del inversor especulativo. En el caso de los inversores a corto plazo, el fracaso empresarial forma parte del riesgo de su inversión, pero en la valoración de la misma, sólo estiman el valor esperado en uno o dos días.

La hipótesis de irrelevancia de M&M pretendía demostrar que el valor de la empresa depende únicamente del beneficio neto y es independiente de la proporción que de ellos se destine a reservas o a dividendos.

A continuación veremos la primera de las posturas teóricas; la tesis del beneficio y más adelante la del dividendo. Entre los teóricos de la tesis del dividendo están *Graham* y *Dodd*, 1934; *Walter*, 1956 y *Gordon*, 1959 (V. Suárez).

5. EL MODELO DEL BENEFICIO Y SU EXPRESIÓN SIMPLIFICADA

En 1956, *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". Esa fue la hipótesis inicial que tomaron M&M, la de mercados de capitales eficientes. Aceptarla sería tanto como admitir que el promedio de las empresas no obtiene beneficios, ya que, al ser los mercados perfectos, sus proyectos de inversión son efectuados en situación de indiferencia ($r=k$).

La postura de M&M se conoce como “hipótesis de irrelevancia”. El valor de la empresa no se vería influenciado ni por la estructura financiera, ni por el riesgo financiero, ni por la política de dividendos. Como se ha dicho, el valor vendría dado por la potencialidad de los activos de generar rentas en el futuro y el porcentaje de reinversión sería irrelevante. Parece como si M&M pretendieran imponer su "racionalidad" a los inverso-

res, reconociendo cínicamente que el comportamiento de éstos no se aviene a sus postulados teóricos.

Tabla 3. Hipótesis implícitas en la Teoría de M&M

Mercados perfectos	Precios dados Información perfecta Sin costes de transacción
Racionalidad	con respecto al beneficio
Certeza	No hay aversión al riesgo.

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.

$$\Delta N \times P_{t+1} = \Delta I - B(1-d);$$

$$\Delta N \times P_{t+1} = \Delta I - B + d \times B$$

Donde P_{t+1} hace referencia a la cotización futura prevista para $N + \Delta N$ títulos (No confundir este precio final con el de emisión).

Como se vio en el **TEMA 3**, la fórmula del principio fundamental se escribe:

$$V_t = \frac{d * B_1 + V_{t+1} - \Delta N \times P_{t+1}}{1 + K}$$

Basta con sustituir aquí la expresión anterior.

$$V_t = \frac{V_{t+1} - \Delta I + B}{1 + K}$$

Esta expresión, conocida como **modelo del beneficio**, es similar al principio fundamental, pero no depende del dividendo y sí del beneficio. Este razonamiento debe sostenerse, además, con la suposición de que ni el beneficio ni las inversiones dependen de la política de dividendos. Como ocurre con la fórmula anterior, resulta inoperante una estimación del valor actual basada en el valor futuro.

Por eso se ha desarrollado la denominada **expresión simplificada** del modelo del beneficio, que consiste en prolongar la fórmula anterior, de forma iterativa, año tras año, con duración indefinida.

$$\begin{aligned}
 V_1 &= \frac{V_2 - I + B}{1 + K} = \frac{V_2}{1 + K} + \frac{B - I}{1 + K} \\
 V_2 &= \frac{V_3 - I + B}{1 + K} = \frac{V_3}{1 + K} + \frac{B - I}{1 + K} \\
 &\dots \\
 V_1 &= \frac{B - I}{1 + K} + \frac{B - I}{(1 + K)^2} + \dots + \frac{B - I}{(1 + K)^n} + \frac{V_n}{(1 + K)^n} \\
 &\dots \\
 V_1 &= \sum_{t=1}^n \frac{B_t - I_t}{(1 + K)^t} + \frac{V_n}{(1 + K)^n} = \sum_{t=1}^n \frac{B_t - I_t}{(1 + K)^t}
 \end{aligned}$$

Pese a su aplicabilidad práctica, en esta expresión simplificada subsisten inconvenientes referidos a determinadas hipótesis restrictivas:

- ❖ Sobre el carácter conocido y constante de k .
- ❖ La predecibilidad de los beneficios y de las políticas de inversión,
- ❖ La perpetuidad de tales estimaciones
- ❖ La aplicación despreciando el último término, cuando el horizonte es limitado.
- ❖ Y la suposición de que $\sum B_t > \sum I_t$, para que el valor no se anule.

6. EL MODELO DE CRECIMIENTO DE GORDON

La hipótesis de que los precios se forman en el mercado como consecuencia, al menos en parte, de los dividendos parece contrastada por gran parte de la evidencia empírica. La racionalidad de los agentes de mercado es discutible, pues la reinversión o política de reservas permitirá la supervivencia y crecimiento de la empresa y, por ese motivo, debería elevar su valor. Sin embargo, por lo general 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. Si del beneficio actual se ha retenido una parte “ $b \times B$ ”, entonces el año que viene, será rentabilizado y se obtendrá $B + r \times b \times B$ unidades monetarias de beneficio, de las que se reinvertirá $b \times (1 + rb) \times B$ y se obtendrá $B + rb \times (1 + rb) \times B$, así sucesivamente, de forma que el beneficio de la empresa será una renta creciente de razón “ $1 + rb$ ”. Se comprueba que tanto las reservas dotadas cada año, como los dividendos repartidos crecerán en la misma proporción. Por lo tanto, este modelo se puede formular en función de los dividendos.

$$V = \frac{d \times B}{1+k} + \frac{d \times B(1+rb)}{(1+k)^2} + \dots + \frac{d \times B(1+rb)^{n-1}}{(1+k)^n}$$

$$V = d \times B \frac{1 - \left(\frac{1+rb}{1+k}\right)^n}{k - rb}$$

Como la vida de una acción se supone ilimitada, el modelo se suele expresar así:

$$V = \frac{d \times B}{k - r + rd}$$

Esta formulación presenta algunos inconvenientes teóricos, puesto que no es válida para empresas que no repartan dividendos ($B=1$) o para tasas de interés que coincidan con la razón ($k=rb$) o sean inferiores a $r \times b$. Sin embargo, como estos casos son poco frecuentes, la fórmula es bastante utilizada. Otra coincidencia que nunca se dará sería entre el tipo de interés y la rentabilidad de las inversiones ($r=k$), porque, al fin y al cabo, esto significaría que el mercado de capitales es perfecto. Si se toma financiación al mismo coste que se colocan los capitales, entonces no existe beneficio para la empresa. Como auguraba Walter, este supuesto reconciliaría el modelo de dividendos con el de beneficios, pues la fórmula, de repente, se convertiría en la de M&M.

Como ya se ha dicho, la rentabilidad de las inversiones incrementales suele ser decreciente, de modo que es irreal suponer que el tanto de rentabilidad “ r ” se mantendrá indefinidamente. En cuanto al carácter constante de “ b ”, *Lintner* comprobó que la política de reservas es característica de cada empresa, que suele repetirla año tras año.

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), donde las variables significativas son las siguientes:

$$P_0 = a VT^\alpha \times BPA^\beta \times d^\gamma \times e^u$$

Donde VT es el valor teórico, BPA el beneficio por acción y “ d ” ya lo hemos visto.

Por su parte, *Friend* y *Puckett* se sitúan en una postura ecléctica entre las tesis de los dividendos y los beneficios. En trabajos empíricos encontraron que en los sectores en expansión, los repartos de dividendos adicionales (Δd) incrementaban la cotización de las acciones, mientras que en sectores estacionarios, éstos venían motivados por el incremento en la reinversión (Δb).

BIBLIOGRAFÍA

- AZOFRA PALENZUELA, V y FERNÁNDEZ ÁLVAREZ, A.I. (1999): "Las Finanzas Empresariales 40 años después de las proposiciones de MM. Teorías y realidades". *Papeles de Economía Española*, nº 78-79, pp. 122 – 144.
- BRILMAN, J. y MAIRE, C. (1990): *Manual de Valoración de empresas*. Díaz de Santos. Madrid.
- CABALLER MELLADO, V. (1994): *Métodos de valoración de empresas*. Pirámide.
- COASE, R.H. (1994): *La empresa, el mercado y la ley*. Alianza Editorial. Madrid.
- CRUZ PADIAL, IGNACIO Y GUTIÉRREZ BENGOCHEA, MIGUEL (1999): "Beneficios fiscales para las empresas de reducida dimensión". *Actualidad Financiera*, nº 9. Septiembre de 1999.
- FERNÁNDEZ, P. (1999): *Valoración de empresas*. Estudios y Ediciones IESE. Barcelona.
- FLETCHER, J. (2001): "An Examination of Alternative Factor Models in UK Stock Returns". *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 16, pp. 117-130.
- KEOWN, A.J., PETTY, J.W., SCOTT, D.F. y MARTIN, F.D. (1999): *Introducción a las Finanzas. La práctica y la lógica de la administración financiera*. 2ª ed. Prentice Hall Iberia. Madrid.
- MARTÍN MARÍN, J. L. y RUÍZ MARTÍNEZ, R. J. (1992): *El inversor y el patrimonio financiero*. Ariel. Barcelona.
- MARTÍN MARÍN, J. L. y TRUJILLO PONCE, A. (2000): *Manual de valoración de empresas*. 1ª ed. Ariel Económica. Barcelona.
- ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W. y JAFFE, J. F. (1999): *Finanzas Corporativas*. 5ª ed. McGraw-Hill.
- SUÁREZ SUÁREZ, A. S. (1998): *Decisiones Óptimas de Inversión y Financiación en la Empresa*. Pirámide. Madrid.

Parte II:

ESCENARIOS EN LA PRÁCTICA DE LA VALORACIÓN

Capítulo Séptimo

LA NEGOCIACIÓN PRIVADA

- 7.1. Especialidades del proceso valorativo
- 7.2. El vendedor
- 7.3. El comprador
- 7.4. El precio
- 7.5. Las garantías de las partes

Bibliografía

Capítulo Octavo

LAS ADQUISICIONES APALANCADAS

- 8.1. Concepto y modalidades
- 8.2. Ofertas Públicas de Adquisición y prima de control
- 8.3. Las sociedades *holding*

Bibliografía

Capítulo Noveno

LAS OPERACIONES DE ABSORCIÓN

- 9.1. Introducción
- 9.2. Factores determinantes
- 9.3. Efectos positivos de las absorciones
- 9.4. Los accionistas minoritarios ante las absorciones

Bibliografía

Capítulo Décimo

FUSIONES DE EMPRESAS

- 10.1. Concepto y tipología
- 10.2. Fusión y concentración
- 10.3. Éxito y el fracaso de las fusiones
- 10.4. Absorciones encubiertas
- 10.5. Valoración de los patrimonios que se fusionan
- 10.6. Efectos patrimoniales para los accionistas

Bibliografía

Capítulo Undécimo

ESCISIONES DE EMPRESAS

- 11.1. Concepto y clases de escisiones
- 11.2. Razones para la escisión
- 11.3. Canje de acciones

Bibliografía

Capítulo Doudécimo

EMPRESAS CONJUNTAS

- 12.1. Conceptualización
- 12.2. Razones para su constitución
- 12.3. Valoración de la inversión en empresa conjunta

Bibliografía

Capítulo Séptimo

LA NEGOCIACIÓN PRIVADA

1. ESPECIALIDADES DEL PROCESO VALORATIVO

La negociación privada es el proceso previo a la contratación de una compraventa de empresa o de un porcentaje significativo de su capital, cuando no interviene ningún ente regulador, ni existe otra operación similar con la que comparar, en la misma empresa o en otra. Cuando una empresa cotiza en bolsa, la compraventa de pequeñas participaciones suele hacerse mediante negociación pública, en cambio, las que afectan a porcentajes de control se suelen hacer, de forma amistosa, mediante negociación con los propietarios actuales, a menos que, con propósitos más hostiles se emita una Ofertas Públicas de Adquisición.

La determinación del valor, por cada una de las partes, apenas podrá hacerse por analogía con algún caso parecido, teniendo en cuenta las coyunturas temporales y espaciales de cada uno y las circunstancias de la empresa que se transmite y de sus propietarios actuales y potenciales. Normalmente se trata de compañías cuyos títulos no cotizan sus acciones en mercados organizados (**negociación pública**) y cuyo accionariado no varía. En este tipo de empresas, durante su existencia previa a la operación, suele ser inoperante el objetivo financiero, expresado como maximización del valor en el mercado, pues las acciones no se cotizan en ningún mercado. Normalmente, no existen accionistas minoritarios y el proceso de valoración sólo se da en la transmisión de la empresa. Es una operación única e irrepetible, por lo tanto, **no existe mercado**, en sentido de amplitud, profundidad y transparencia.

En la fijación del precio, a lo largo del proceso de negociación privada, influirá inevitablemente la opinión expresada o propuesta por la contraparte, así como sus revelaciones y ocultaciones; en definitiva, las dotes negociadoras, pero sobre todo, la información de que disponga cada parte acerca de:

- ❖ 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** (acceso a mercados de factores o productos).
- ❖ Las **posibilidades de financiación** que tales inversiones implican.
- ❖ El acceso a la financiación por parte de los propietarios actuales y potenciales.
- ❖ Necesidad de liquidez en otros negocios del vendedor.
- ❖ Necesidad de diversificar del comprador.
- ❖ Complementariedad con otros negocios del comprador, etc.

Como se describe en el **Capítulo 1**, el comprador estimará el valor por algún método que contemple sus posibilidades de reventa o reconversión y el vendedor normalmente por métodos estáticos, ante el inminente agotamiento y descapitalización del egocio. 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 características internas de la empresa y las del vendedor le son más conocidas a éste. Las necesidades del comprador y sus posibilidades de financiación, así como algunos datos del entorno le son a él más conocidos. A veces, la otra parte puede aproximarse a esa información pagando a terceros.
- ❖ **Costes de negociación:** En aquellos elementos en los que la información sea inexistente o prohibitiva, las vicisitudes de la negociación darán algunas pistas o indicios (o engaños) y se empezarán a sustituir los altos costes de información pagando a **negociadores** o devengando **dietas y viajes**, nombrando **árbitros**, etc.

El comprador descontará, del valor que él calcula, la estimación de los costes en que puede incurrir. Por el contrario, el vendedor capitalizará los costes previstos, incrementando el valor estimado. La existencia de estos costes estrechará, por lo tanto, el margen de fluctuación de los precios durante el proceso de negociación, de forma que habrá un máximo de costes de información y negociación que estarán dispuestos a soportar las partes, asunto que también se explicó.

Aparte de las circunstancias de las partes y la empresa y los costes de transacción, en el precio pueden influir ciertas dosis de **irracionalidad**, en parte derivadas de las dotes embaucadoras de la contraparte, circunstancias políticas, de la economía, etc.

La problemática de la transmisión de empresas o paquetes significativos de acciones en negociación privada es netamente distinta de la negociación pública (cotización oficial) y la valoración obedece a motivaciones personalizadas y poder relativo de negociación, en vez del grado de profundidad o amplitud del mercado.

Estamos delimitando el fenómeno de la valoración a aquellas operaciones que se producen con un solo vendedor y un solo comprador, sin mediación de instancias oficiales y, normalmente, de forma secreta, lo cual no excluye que se trate de una sociedad que cotiza en bolsa. Definimos también la negociación como básicamente amistosa; es decir, excluimos de esta definición las adquisiciones hostiles. En las adquisiciones hostiles no suele haber mucho tiempo para la negociación, aunque a veces el ataque se utilice para comenzar conversaciones.

El carácter confidencial interesa especialmente al vendedor, si la empresa cotiza en bolsa, pues si se pone de manifiesto la negociación, el valor de sus acciones en el mercado puede descender.

En la negociación privada, los costes de transacción son más difíciles de cuantificar a priori, ya que, con independencia de los aspectos legales, los costes de información y negociación pueden elevarse de forma que las partes incurren en un gran riesgo de que no haya acuerdo. Dichos gastos se devengarán con independencia del buen fin de la negociación.

Con raras excepciones, las operaciones de cesión se refieren a sociedades de responsabilidad limitada, que sería el único caso en que podría haber un solo vendedor. Hablando con propiedad, no puede decirse que haya uno, sino varios vendedores, puesto que son precisos como mínimos siete accionistas en una sociedad anónima. Este hecho es importante para el comprador, ya que debe asegurarse de que efectivamente podrá “hacerse con” todos los títulos que componen el capital a fin de tener las manos totalmente libres para gestionar el negocio adquirido y realizar las operaciones que le parezcan necesarias (fusiones, distribuciones masivas de dividendos, etc.).

Conviene saber entonces si, sobre la totalidad del capital, el mayoritario negocia, no solamente por su cuenta, sino también por la de los socios minoritarios. En este caso, el socio mayoritario debe poseer un poder con todos los requisitos otorgado por los minoritarios. Si no es así, los minoritarios pueden siempre, en el último momento, negarse a vender sus acciones.

El mercado de las cesiones de empresa es un mercado muy reducido. Algunas sociedades de actividades altamente especializadas sólo interesarán a un comprador que realice ya una actividad de aquel mismo campo. Si entre esos posibles compradores, a veces unos diez, a veces incluso menos, ninguno está interesado, el cedente se ve imposibilitado de negociar por falta de oponente. Entonces, el valor de la empresa determinado por la peritación se convierte en algo teórico, no se puede concretar, no tiene mercado.

La bolsa no siempre representa un mercado perfecto. Algunos títulos, que sólo se disponen de un mercado estrecho que agrupa muy pocas ofertas y demandas, se cotizan a cursos cuya evolución se convierte en extremadamente sensible a la decisión de un solo comprador o de un solo vendedor.

2. EL VENDEDOR

Los motivos más frecuentes que pueden impulsar al propietario de una empresa a transmitir la propiedad de un negocio son los siguientes:

La continuidad de la empresa

Se entiende por continuidad, la supervivencia de ésta a su fundador. Esto se explica porque la mayoría de las empresas que constituyen el tejido industrial de países como

Francia o España (especialmente en Cataluña) se formaron con capital familiar. Se trata sobre todo de empresas medianas y sólo una minoría son consideradas empresas grandes. La problemática de la empresa familiar se estudia más adelante.

Diversificación del patrimonio

Cuando se da el caso de una venta parcial, es decir, de un porcentaje de capital determinado, diversificar significa para el propietario actual compartir riesgos. El pequeño empresario suele tener un patrimonio poco diversificado y a veces prefiere vender una parte para invertir sus recursos en una cartera más variada. En la parte de esa cartera que permanezca en la empresa, el riesgo se reducirá, porque se está compartiendo con nuevos inversores.

Se trata de una preocupación compartida por numerosos dirigentes-propietarios de empresas medias. Un gran número de éstos tienen un patrimonio muy desequilibrado en el que su participación en la empresa representa la práctica totalidad de su capital personal.

Esta situación es particularmente frecuente entre los jefes de empresa de creadores que, en general, han reinvertido en la empresa el conjunto de los beneficios para asegurar su desarrollo y que, por consiguiente, no han podido constituir en el curso de su existencia profesional un patrimonio diversificado.

Tal situación plantea un grave problema en términos de gestión patrimonial, ya que el patrimonio está constituido únicamente por “bienes de riesgo”, cuyo valor puede decrecer o hundirse muy rápidamente.

Es natural, por tanto, que a partir de un cierto momento, el dirigente-propietario piense en limitar sus riesgos y para ello movilizar una parte del capital que representa la empresa para reinvertir de manera menos arriesgada. La respuesta adecuada a esta preocupación es una venta parcial, bien mediante la entrada de un socio minoritario o bien mediante una introducción en bolsa. Estas técnicas están, en la práctica, reservadas a las empresas más brillantes o a las más prometedoras. El único medio, para los propietarios de negocios más modestos, de realizar esta diversificación de sus patrimonios no puede ser otro que la venta total de la empresa, puesto que continuar en ella como socio minoritario no suele resultar interesante.

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. Se dice que vender una empresa está considerado por una gran mayoría de dirigentes, y todavía más en el caso de “dirigentes-creadores”, como un fracaso profesional y no como el fin normal de una etapa de la aventura in-

dustrial. Todo lo contrario ocurre en los países anglosajones, y en particular en los Estados Unidos donde la venta de la empresa a un precio elevado es una medida de éxito del propietario vendedor. Se está observando una cierta evolución de las mentalidades que lleva a numerosos propietarios de empresas a considerar la cesión como un fin natural y no como un fracaso. Se puede dar el caso de dirigentes que ven como sus empresas envejecen y ante ello prefieren asegurar su renovación vendiéndola. Se da también el hecho de vendedores, que no se encuentran en esta posición por obligación, sino mas bien, podría decirse, por gusto. Por esta circunstancia están en una postura de negociación particularmente favorable, ya que al no verse obligados a la venta, no tienen porqué aceptar un precio que no les parezca favorable.

Crecimiento y diferenciación empresarial

Ciertas empresas necesitan para desarrollarse fondos propios importantes. Si los accionistas no pueden hacer frente a esta necesidad, se deberá elegir entre limitar el crecimiento a las posibilidades de autofinanciación del negocio, asumiendo el riesgo de ver decrecer su cuota de mercado a otros competidores, y la búsqueda de un socio minoritario, aunque este proceso no es el más adecuado si la empresa corre el riesgo de necesitar regularmente nuevos fondos propios. En este caso, los accionistas originales al no poder hacer frente a las nuevas necesidades, van perdiendo poder frente al socio minoritario que, por aumentos de capital, puede permitir la entrada a un nuevo socio mayoritario. Puede ser preferible entonces contemplar inmediatamente una transmisión global a “buen precio”, asumiendo una “posición-vendedora” fuerte, en tanto que la venta no se convierta en urgente.

3. EL COMPRADOR

En función de la adversidad o propensión al riesgo del inversor potencial, se le presentan diversas opciones para hacerse con la mayoría absoluta o la integridad del capital. En ocasiones, el adquirente mayoritario decide negociar separadamente con los socios, o al menos con un número suficiente de ellos, para hacerse con la cantidad de acciones deseada. Eso fue lo que ocurrió en el diario El País poco después de su fundación (Cacho, 1999). Esto permite, en ciertos casos, obtener un precio interesante, ya que las diferentes adquisiciones se efectúan sobre minorías. Aunque la toma de control por parte de Polanco en dicho periódico supuso una alta inversión, la evolución de los acontecimientos demostró que dicha participación accionarial le salió bastante barata. Pero este tipo de decisiones son arriesgadas porque puede ocurrir que el comprador no llegue a alcanzar la mayoría o deba pagar muy caro el “paquete de acciones” que le permita convertirse en mayoritario, porque previamente se hayan puesto de acuerdo aquellos vendedores aparentemente dispersos.

Por eso, en otras condiciones, se decide negociar con el conjunto de los socios interesados en la venta y de los que piensa adquirir los títulos. Estas soluciones es la más compleja en términos de negociación puesto que es preciso encontrar un punto de acuerdo con socios múltiples cuyas motivaciones pueden ser diferentes, pero a veces los vendedores llegan al común acuerdo de sindicarse su decisión en función del acuerdo que alcance la contraparte con uno de los socios que se hace comisionar por los demás, a fin de negociar con una parte única. Esta solución no permite esperar un precio interesante puesto que se vuelve al esquema de una negociación global, pero aún así, este procedimiento suele ser comparativamente más barato que una OPA a empresas que cotizan en bolsa y suele estar relacionado con las posibilidades de inversión del comprador potencial (por ejemplo, sociedad de capital riesgo) y la promesa de mantener a los accionistas antiguos como empleados, administradores o gerentes. En otras ocasiones, el comprador puede aprovechar el mutuo interés en vender de unos socios irreconciliables (por ejemplo, los herederos de una empresa familiar) y pagar por las acciones un precio similar al de liquidación. Si además de esta circunstancia, se da la existencia de accionistas minoritarios de renta que desean permanecer en su inversión, la adquisición por este procedimiento puede ser muy rentable.

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 aconseja, en general, explorar la existencia de otros socios, lo que permitirá evocarlos en el momento de la negociación, pero no conducir simultáneamente varias negociaciones. Estos contactos serán útiles si la negociación inicialmente prevista se revelase imposible ya sea porque el comprador seleccionado no se muestre finalmente interesado, ya sea porque su solvencia no parezca suficiente.

Desde el punto de vista del comprador, los factores que tendrá más en cuenta serán: Las motivaciones del vendedor, de las que ya se ha hablado, y el análisis estratégico de la posición de la empresa. Se trata de ver si es una empresa sana, qué posibilidades de negocio tiene, en qué mercado opera, etc.

4. EL PRECIO

Las transacciones privadas son confidenciales, por tanto es difícil establecer estadísticas fiables sobre lo que suele determinar como precio. No obstante, las informaciones intercambiadas por los profesionales permiten comprobar que las operaciones realizadas se efectúan sobre la base de múltiplos del resultado. Estos múltiplos se sitúan, como media, en 7 y 8, con extremos que pueden variar de 3 a 22. El precio puede ser tanto fijo como variable. Si la fórmula o el precio se fija de manera definitiva no plantea problemas; no ocurre lo mismo en caso de precio variable, es decir, con un precio que dependa de los resultados que obtenga la empresa en el futuro.

Si se trata de una empresa que no cotiza en bolsa, la situación, las motivaciones, la inteligencia de cada parte en la negociación revisten una importancia primordial. El mercado no existe. El valor es siempre un valor de negociación, tanto para una cesión minoritaria como para una transferencia de mayoría. Es imposible tener a priori una idea, ni siquiera aproximada, del valor de los títulos sin haberse hecho una estimación del valor de la empresa.

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. En este último supuesto, las partes tienen posibilidad de influir en las cotizaciones de forma ajena a la negociación.

El valor de empresa se estima desde una perspectiva capitalista: Hay que distinguir cuidadosamente la función de accionista de la del directivo. Un accionista mayoritario posee efectivamente el poder de gestión, pero ello no significa que lo ejerza directa y personalmente. Lo puede delegar, escoger a un dirigente asalariado, darle directrices, eventualmente revocar su nombramiento. Hay una diferencia sustancial entre lo que recibe un accionista y los salarios o las diversas ventajas de un dirigente. En el primer caso, se trata de la remuneración de un capital que está inmovilizado y corre ciertos riesgos; en el segundo, de la retribución de una persona en función de su competencia y de los servicios prestados.

Con frecuencia, la fórmula del precio variable parece atractiva tanto para el vendedor como para el comprador. En la mayoría de los casos, el valor patrimonial no plantea apenas problemas. No ocurre lo mismo con el valor del rendimiento, es decir, la capacidad de la empresa para realizar beneficios en el futuro está sujeta a controversia. Una vía de acuerdo puede consistir en decidir que el montante final de la transacción dependerá de los resultados efectivamente constatados en el curso de los dos o tres años que sigan al acuerdo. Puede imaginarse, por ejemplo, un acuerdo que prevea que el precio sea igual a un cierto número de veces el beneficio medio de los tres años que sigan a la cesión, por ejemplo:

$$P = \frac{(B_1 + B_2 + B_3)}{3} \times 7$$

Este tipo de fórmula implica alguna incertidumbre para el vendedor. La mayoría de los expertos desaconsejan, en general, la utilización de fórmulas de “precio variable” o aconsejan, cuando no se pueden evitar, referirlas al período más corto posible y sobre una parte del precio lo más reducida posible. Esta precaución es tanto más importante en los casos en que los compradores y vendedores deban trabajar conjuntamente y donde convenga evitar una situación conflictiva por una cláusula de este tipo.

5. LAS GARANTÍAS DE LAS PARTES

La negociación suele concluir en un acuerdo completo, no solamente sobre el precio, sino igualmente sobre el conjunto de las condiciones de la operación en curso. He aquí, a título de ejemplo, una lista tipo de los puntos sobre los cuales puede versar una negociación: Precio de la transmisión, modo y plazos del pago, interés y modo de cálculo del mismo, prerrogativas del vendedor después de la transmisión, composición del Consejo de Administración, garantías para el personal directivo y el resto de la plantilla, objeto social, cláusulas de no-concurrencia con los vendedores, cláusulas de arbitraje, etc.

El arbitraje no es aquí el concepto económico de ‘posibilidad de comprar y vender con ganancia sin añadir valor’, sino el término jurídico que hace referencia a un modo de resolver una negociación que no progresa entre dos partes. El árbitro, una vez informado de las posiciones respectivas del vendedor y del comprador, y conociendo las ventajas que uno y otro pueden obtener de un acuerdo, propone un precio de compromiso. El comprador difícilmente puede renunciar a la dirección de un negocio que él ha comprado y cuyo precio habrá pagado al menos en parte. La codirección corre el riesgo de resultar inviable y costosa para la empresa. En el caso considerado usual y representado en el **Gráfico 1** del primer capítulo, la tendencia estratégica del vendedor favorecerá el corto plazo, a fin de exigir un valor alto por su empresa. El comprador buscará, en cambio, favorecer el largo plazo. El vendedor deja de tener responsabilidades y se le suele exigir diversos tipos de garantías.

Garantía simple. El coste neto del riesgo disminuye a priori el precio de las acciones. Es probable que en este caso el comprador no acepte liquidar la totalidad del precio convenido hasta tanto que el litigio no haya sido totalmente solucionado

Garantía con franquicia. El coste neto del riesgo no se toma en consideración si no excede 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.

Garantía con límite. El coste neto del riesgo se toma en consideración, pero con un montante máximo fijado por las partes.

Garantía en el cuadro de la fórmula de valoración. De manera general, las fórmulas de valoración combinan activo neto y capacidad de generación de beneficios.

Otro asunto que suele ser negociado con gran detenimiento es cuándo se cerrará la contabilidad y en qué condiciones. Los resultados que se consideren obtenidos antes de consumada la transmisión pertenecen al vendedor y quien tome la decisión acerca de su distribución y la dotación a reservas puede descapitalizar la empresa, hasta el punto de disminuir su valor, con respecto al precio pactado. Cada parte sabe que es posible, sin establecer un falso balance, operar en el momento de cierre de la contabilidad determinadas elecciones que van a modificar notablemente el resultado contable (tipo de amortizaciones, valorización de *stocks*, constituciones o no de ciertas provisiones de carácter

fiscal, etcétera). Será pues, indispensable, prever por anticipado en qué condiciones y según qué reglas se cerrará la contabilidad. La experiencia demuestra que en esta materia no es posible preverlo todo.

Las 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. En este caso, el pago a término tendrá un carácter oficial y puede ser objeto de todas las seguridades clásicas: hipoteca, aval de efectos por un tercero solvente, avales bancarios, por ejemplo:
- ❖ Que sea conveniente, por razones fiscales, aparentar que la cesión se refiere a la totalidad del capital. Aunque la posición fiscal en la materia sea bastante flexible, es indispensable en ciertos casos, no ceder oficialmente en una primera fase más que un número de títulos inferior a la mayoría absoluta.

El resto de los títulos será entonces objeto del proceso de compraventa de los no registrados. Evidentemente, es imposible en este caso, montar una garantía oficial sobre una operación que es oficial. Muy frecuentemente no existe garantía a este nivel, de ahí el interés de valorar al máximo la primera cesión en detrimento de la segunda. Se puede, por ejemplo, ceder el 65 % del capital por el 75 % del precio global. El 35 % restante se pagará al 25 % del precio.

Las 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.

En España no existe tradición de realizar auditorías antes de la negociación, contrariamente a lo que ocurre en los países anglosajones, donde esta práctica es corriente e incluso casi sistemática. El comprador debe, por tanto, fiarse de las informaciones suministradas por el vendedor las cuales no podrá, en la mayoría de los casos, verificar más que a posteriori. Es posible prever que, si esta verificación (auditoría) lleva a comprobar que la rentabilidad es diferente de la anunciada, el precio final de la transacción debería modificarse en consecuencia.

En teoría, hemos dicho que el precio no puede llegar a ser negativo, aunque hay que tener en cuenta que determinadas barreras de salida para el vendedor pueden propiciar-

le una merma importante de valor. Si el comprador ha asumido dichos costes, tal vez el precio que ha pagado por la empresa sea meramente simbólico. Si los asume el vendedor, al pactar un inminente cambio de actividad, la diferencia entre ese coste y el precio de venta podría resultarle negativa. Las barreras de salida consisten, por ejemplo, en la reversión de activos de gran valor. (Ver **capítulo 13**). La única garantía para el comprador contra este peligro consiste en no comprar hasta no haber verificado cada realidad que pueda servir como elemento de cálculo para la valoración.

Se recomienda que el acuerdo contenga una condición suspensiva o resolutoria según la cual la cesión será definitiva si el activo no es inferior en más de un cierto porcentaje al que figura en contabilidad o bien si los resultados de los años de referencia no son inferiores en más de un cierto porcentaje a los comunicados. Este tipo de cláusulas puede ampliarse, asimismo, a otros elementos específicos de la actividad (por ejemplo, nivel de rentabilidad de la cartera de pedidos, etc.). La verificación suele confiarse a un experto independiente elegido por las dos partes.

Si las diferencias comprobadas están dentro de los umbrales convenidos, se procede a llevar a cabo las operaciones previstas: Transferencia de títulos, subrogación del comprador en los compromisos del vendedor (aquellos que asuma bajo su responsabilidad), pago de la totalidad o parte del precio, realización de las garantías.

Para resolver el clásico problema del valor de los activos, se instrumenta la cláusula denominada “garantía de pasivo”, que de hecho es frecuentemente una garantía del activo neto. Esta cláusula prevé que si no aparecen insuficiencias de activo, el precio se modificará en consecuencia, teniendo en cuenta simplemente, una eventual franquicia. Esta cláusula cubre las contingencias de operaciones no contabilizadas, pérdidas o beneficios posteriores que tengan su origen en contratos anteriores a la fecha de venta (por ejemplo, clientes que se hagan insolventes), los efectos de litigio cuyo origen sea, también, anterior a la cesión, resultados de procesos judiciales, multas provenientes de contravenciones anteriores, efectos de inspecciones fiscales o sociales, etc.

BIBLIOGRAFÍA

- BARNAY, A. y CALBA, G. (1990): *Cómo valorar una empresa*. Francisco Casanova, Barcelona.
- BRILMAN, J. y MARIE, C. (1990): *Manual de valoración de empresas*. Díaz de Santos, Madrid.
- CABALLER MELLADO, V. (1994): *Métodos de valoración de empresas*. Pirámide.
- FERNÁNDEZ, P. (1999): *Valoración de empresas*. Estudios y Ediciones IESE. Barcelona.

MARTÍN MARÍN, J. L. y TRUJILLO PONCE, A. (2000): *Manual de valoración de empresas*. 1ª ed. Ariel Económica. Barcelona.

MASCAREÑAS PÉREZ-IÑIGO, J. (1993): *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*. McGraw-Hill, Madrid.

Capítulo Octavo

LAS ADQUISICIONES APALANCADAS

1. CONCEPTO 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 (negociación privada, OPA, nacionalización, privatización, etc.), el concepto de apalancamiento es siempre aplicable, en sus dos modalidades (endeudamiento y accionariado minoritario) y lo es no sólo en las transmisiones de empresas, sino también en el momento de la constitución.

Como su propio nombre indica, estas operaciones consisten en adquirir una empresa (o un porcentaje significativo de su capital) financiando la operación con deuda, es decir, apalancar una inversión financiera consistente en la toma de una participación de control. Aparte del apalancamiento financiero de la inversión (endeudamiento), suele darse un apalancamiento en capital:

En la toma de participaciones subyace normalmente el planteamiento de *holding*, consistente en apalancar el resto del capital gracias al accionariado disperso. La misma perspectiva tienen las privatizaciones, las empresas conjuntas, la creación de filiales o cualquier otra forma de transmisión que no necesite un 100% de capital, sino una simple mayoría (ni siquiera el 50%).

La peculiaridad de este tipo de adquisiciones es que, una vez adquirida la empresa o la mayoría de su capital, el control sobre ésta permite a sus nuevos propietarios conseguir la subrogación de la sociedad en su posición deudora (el endeudamiento pasaría al pasivo de la sociedad) y la utilización de los bienes de la empresa como garantía de la deuda. Por lo tanto, en este tipo de operaciones, se da, al mismo tiempo, un apalancamiento financiero y un apalancamiento político, por parte del comprador, ya que el endeudamiento que para él es pasivo exigible, para la empresa es incremento de capital, con independencia del posterior incremento del exigible de la empresa por el mismo importe del débito contraído.

Pueden existir distintas finalidades o motivaciones para adquirir una empresa. Hay circunstancias, incluso, en que puede resultar interesante, por la otra parte, poner en venta una empresa, cuando su valor ha alcanzado un determinado óptimo (es lo que suelen hacer las entidades de Capital Riesgo cuando reflotan una sociedad). Sin embargo, no todos los tipos de adquisiciones se consiguen financiar mediante LBO, porque no es fácil encontrar a un tercero que aporte financiación. No es fácil, en cambio, apalancar una modalidad de adquisición que más tarde se desarrollará, como es la compra de empresas en pérdidas, para compensar bases imponibles.

Este tipo de operaciones, que en sus orígenes anglosajones, se conoce como **Leveraged Buy-Out (LBO)**, se puede considerar una forma de cooperación entre la empresa y los accionistas inminentes, que suelen ser, a su vez, los directivos actuales o futuros de la empresa o los empleados. Las adquisiciones apalancadas se empezaron a realizar a finales de los sesenta, en Estados Unidos. En los últimos años, se ha extendido con gran intensidad a otros países como Canadá, Australia o Gran Bretaña. En Europa, son los directivos quienes han tomado la mayoría de las iniciativas LBO.

“Los LBO consisten en la compra por parte de un grupo de inversores de todo el capital de una empresa, con la peculiaridad de que [estos inversores] únicamente aportan una pequeña parte del precio de compra --entre un 10 y un 15%-- en forma de acciones, mientras que el resto se materializa en... deuda a largo plazo” (Jensen, 1990, p. 83). Se realiza una adquisición, por parte de estos grupos de intereses, de ampliaciones de capital, *autocarteras* o paquetes de acciones antiguas en el mercado, con el fin de inyectar recursos financieros a la empresa y recurriendo a capitales ajenos para financiar la operación. Los préstamos obtenidos quedan garantizados por la reputación del adquirente y, sobre todo, por los activos de la empresa adquirida y sus potencialidades de generación de *cash-flow*, debida a las reestructuraciones del negocio. “La elevada cantidad de deuda obliga a... vender aquellas partes [del negocio] que tengan más valor fuera que dentro de la empresa ... los fondos obtenidos se utilizan para reducir la deuda”. Lo novedoso de esta operación es que la empresa se subroga en las deudas de sus nuevos accionistas, de manera que éstas pasan a incrementar el pasivo exigible.

Suelen presentarse en situaciones de crisis, en las que es necesario financiar, de alguna manera, proyectos de reconversión. La pequeña aportación de capital y la garantía personal del adquirente, junto con otras eventuales garantías de tipo real propias de la empresa, permiten que los capitales ajenos lleguen a financiar hasta un 90% de la operación. El comprador, a menudo, vuelve a enajenar las acciones, una vez reflatada la empresa, de forma similar a la actuación de las *ECR*. En función de quién asuma esta función, encontramos varios tipos de adquisición apalancada:

"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” (ICO, 1995, p. 22). Esta práctica financiera se desarrolló a principios de los ochenta. Desde entonces, se ha ido extendiendo rápidamente por los principales países del mundo, especialmente en Europa. Si nos situamos en la perspectiva de los fundadores de una empresa familiar que no ejercen como directivos, la operación puede significar la pérdida del control sobre la sociedad.

"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. En este caso, no se puede considerar la operación como una alternativa de

financiación, puesto que es el patrimonio de la empresa el que permite financiar una adquisición al equipo entrante y no es la garantía personal de éste la que permite a la empresa obtener recursos financieros.

“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” (Martín Berzal, 1999, p. 31).

“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 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. Análisis de las Alternativas de Financiación.

El nuevo adquirente puede ser el personal de una empresa, cuando asume el control y el riesgo del negocio (LEBO, *Leveraged Employee Buy-Out*), ante el anuncio de cierre por los empresarios actuales. También puede tratarse de su actual gerente o equipo directivo (LMBO, *Leveraged Management Buy-Out*), que desea eliminar el problema de agencia que se plantearía con los socios. Se denomina (LMBI, *Leveraged Management Buy-In*) a la adquisición apalancada por parte de un grupo disperso de socios o de inversores externos que pretenden hacerse con el control (hostilmente o en virtud de acuerdos) para imponer un nuevo equipo directivo.

En la **estructura financiera de la operación**, aparte del endeudamiento, puede tomar partido una entidad de Capital Riesgo (*Buy-Out Financing*), cuya aportación proporcionará al adquirente una mayor capacidad de endeudamiento.

Cuando la adquisición se realiza mediante OPA, es de suponer que las cotizaciones experimentarán un alza súbita y que los nuevos propietarios se enfrentarán a las oscilaciones producidas en los mercados por dicha perturbación.

2. OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN Y PRIMA DE CONTROL

El concepto de **apalancamiento en capital** o en derechos de votos es, obviamente una ventaja, pero no siempre es fácil obtenerla; normalmente tiene un precio. Por ejemplo, cuando se desea obtener la mayoría del capital de una empresa ya constituida, habrá que pagar más caras las acciones del paquete de control de lo que costaría una participación minoritaria. El procedimiento característico para este tipo de adquisiciones es lanzar al público una oferta de compra a un precio notablemente alto al del mercado (Oferta Pública de Adquisición, OPA). El sobreprecio que se paga por las accio-

nes 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. En caso de OPA frustrada y reintentada, la prima de control puede resultar bastante cara, en relación con el precio de las acciones.

En la práctica, es extremadamente raro que la adquisición de la mayoría de las acciones de una sociedad (o incluso de una minoría si se trata de una sociedad que no se cotiza en bolsa) se realice exclusivamente dentro de la perspectiva de una colocación de capital. Casi siempre concurren también otras razones para justificar la participación: concentración industrial, eliminación de un competidor, búsqueda de nuevos mercados comerciales, de ahorro en los gastos de explotación, etcétera.

Los modelos que se utilizan para predecir el valor de una acción o un paquete o cartera de acciones no son aplicables a operaciones en que se está pagando una prima de control, lo que se hace en muchas ocasiones en concepto de prima de concentración, de diversificación, integración o expansión. Un curso bursátil es siempre marginal, corresponde al precio de una acción minoritaria. Si una transferencia debe abarcar un número muy elevado de acciones, deja de haber competencia perfecta tanto del lado vendedor como del lado comprador; el curso bursátil ya no tiene sentido, las leyes de masa no intervienen. La peritación reviste aquí una importancia capital. Debe ser previa a cualquier decisión y es preferible que la efectúe un tercero que no esté comprometido en la transacción.

3. LAS 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*.

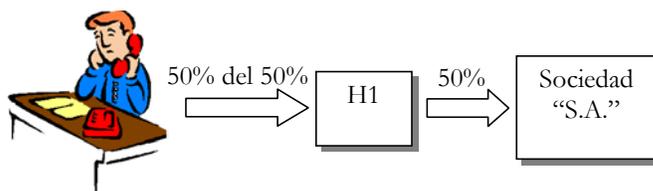


Figura 5. Apalancamiento de la toma de participación mediante sociedad *holding*.

Uno de los *holding* más conocidos en la historia económica de España es el de RUMASA y parte de la polémica de este caso, aparte de las implicaciones políticas y la valoración de cada empresa, fue el número efectivo de empresas que se estaba expropiando, debido a que, en términos consolidados, el valor de expropiación del *holding* se reduce bastante, con respecto a la nacionalización de cada empresa por separado. Otro *holding* emblemático, de creación más reciente es el del patrimonio empresarial del Estado, la Sociedad Estatal de Participaciones Industriales (SEPI), que vino a condensar el entramado financiero-industrial del INI, que agrupaba tanto a sociedades mercantiles como a entes públicos, monopolios fiscales, banca, etc.

BIBLIOGRAFÍA

- BRILMAN, J. y MAIRE, C. (1990): *Manual de Valoración de empresas*. Díaz de Santos. Madrid.
- HERMOSILLA, A. y SOLÁ, J. (1989): *Cooperación entre empresas*. Instituto de de Pequeña y Mediana Empresa Industrial. Madrid.
- JENSEN, M. C. (1990): “Las Ofertas Públicas de Compra: La Senda Hacia la Eficacia de las Grandes Sociedades”. *Harvard-Deusto Business Review*, mayo-junio, pp. 43-59.
- MARÍN BERZAL, C. (1999): *Adquisiciones apalancadas (Leveraged Buy Outs)*. Estrategia Financiera, nº 149, marzo de 1999. Página 31.
- MARTÍN MARÍN, J. L. y TRUJILLO PONCE, A. (2000): *Manual de valoración de empresas*. 1ª ed. Ariel Económica. Barcelona.
- MASCAREÑAS PÉREZ-ÍÑIGO, J. (1993): *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*. McGraw - Hill. Madrid.

Capítulo Noveno

OPERACIONES DE ABSORCIÓN

Sin duda 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. Vicente Salas (1994, P. 197) habla de "progresiva concentración de la propiedad y el control de los recursos productivos".

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.

Es importante diferenciar este tipo de operaciones de las de fusión, ya que en este caso, una tercera empresa surge como fruto de la negociación y desaparecen las otras dos o más fundentes. Esta nueva empresa asume los derechos y las obligaciones de las empresas que se diluyen. En muchos manuales se han catalogado las absorciones como un caso particular de fusión ("fusión por absorción"), aunque las causas, condiciones y consecuencias de la absorción son tan específicos como para que se le considere un fenómeno distinto. Bien es cierto que ambos ponen de manifiesto la tendencia natural de todo sector previamente competitivo a la concentración, aunque es combatible mediante regulaciones e intervenciones de los Poderes públicos en Defensa de la Competencia. Aparte de las absorciones y fusiones, otras causas de concentración son el cierre de empresas, la integración vertical de actividades, el monopolio u oligopolio natural, la colusión, las adquisiciones de empresas, etc.

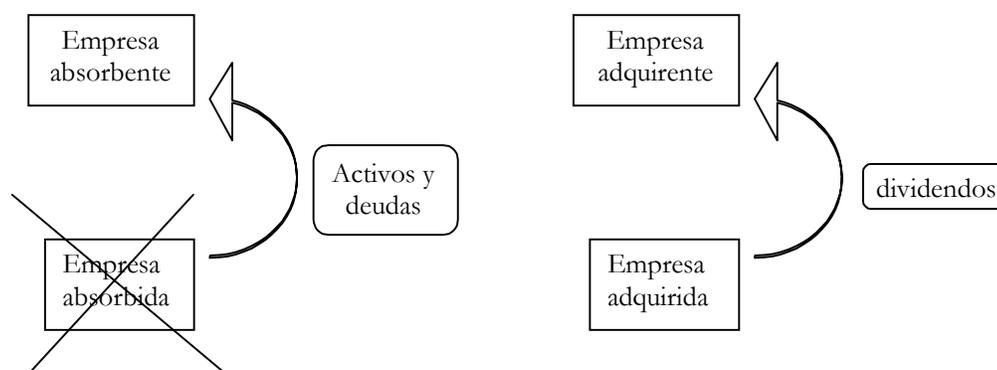


Figura 6. Distinción entre las operaciones de absorción y adquisición

La absorción también se diferencia fácilmente del concepto de adquisición de empresas, si bien ésta suele ser previa o simultánea a la absorción, sin necesidad de que la participación de la empresa absorbente en la absorbida sea del 100%.

En principio, no parece controvertido el caso de las absorciones, puesto que la empresa absorbente ya es, normalmente, accionista mayoritaria de la absorbida y su problema es el de valorar su inversión financiera y el de canjear a los accionistas minoritarios de la absorbida sus respectivos títulos por los que ella emite. El hecho de haber presentado estados financieros consolidados proporciona un comienzo para la valoración de la empresa absorbida, puesto que se han estimado normalmente plusvalías de mercado, en concepto de diferencias de consolidación.

Sin embargo, el accionista minoritario de la empresa adquirida sigue poseyendo acciones de dicha empresa, en tanto no se haya formalizado la absorción. Es de esperar que el accionariado minoritario de la empresa adquirida resulte perjudicado en la relación de conversión. Por tal motivo, si las acciones están sujetas a cotización, es previsible que se produzca un comportamiento pesimista. Mediante la puesta en venta de sus títulos por parte de los accionistas, la bajada de los precios anticipará la pérdida de valor patrimonial que a éstos les produce la absorción. En cuanto a los accionistas de la empresa absorbente, serán copartícipes de mayor patrimonio, pero lo compartirán con los nuevos socios, así que, en principio, no tienen por qué variar sensiblemente sus expectativas, salvo lo que se comenta en otro lugar, acerca de que el mercado tienda a primar la concentración y el poder de mercado.

Las absorciones pueden suponer concentración de mercado, cuando se realizan mediante integración horizontal o bien hacerse de forma que se integren en sentido vertical actividades inmediatamente anteriores o posteriores de la cadena de creación de valor. Este último fenómeno implica también un cierto grado de concentración, sobre todo si definimos los sectores de forma más amplia (Pérez y Galindo, 2002). En caso de que la empresa absorbida no realice una actividad relacionada con la de la absorbente, entonces hablamos de un conglomerado y en este caso no se da el fenómeno de la concentración. En este caso, el motivo para acometer este tipo de operaciones no suele ser otro que el de diversificar el riesgo.

1. FACTORES DETERMINANTES:

La absorción de empresas suele ser una iniciativa de la sociedad absorbente, por lo tanto, tenemos que buscar de forma primordial los motivos de la absorción en los intereses de dicho agente y, de forma residual, en los de la empresa absorbida. Una razón por la que las empresas en ocasiones absorben a otras es para reducir la competencia. Como consecuencia de esto, los precios pueden incrementarse por reportar privilegios monopolísticos. A continuación se recogen algunos de los motivos que se suelen citar como explicación de la absorción de empresas:

Economías operativas o de gestión: Se pueden producir en las absorciones sobre todo cuando se da integración horizontal (empresas que producen el mismo artículo), como puede ser la eliminación de delegaciones o agentes de venta duplicadas en una misma población, creación de servicios comunes (centros informáticos departamento de Investigación y Desarrollo, etc.).

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, realizando un desembolso menor del que sería necesario para competir con ella.

Otra situación que se puede dar es la de una empresa con muchos excedentes de efectivo que absorbe a otra ilíquida, pero rentable, pudiendo así equilibrar las finanzas corporativas.

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. Dichas operaciones pueden tener también la finalidad de burlar las barreras arancelarias de terceros países y poder vender con mayor facilidad o asegurarse el aprovisionamiento de ciertos inputs o materias primas básicas. Así es como han nacido muchas empresas multinacionales actuales.

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.

Diversificación y reducción de riesgos: En ocasiones algunas empresas con excedentes de tesorería invierten en empresas que operan en otros mercados diferentes al suyo con el objetivo de diversificar, para disminuir el riesgo económico de la empresa. Cuando una empresa se encuentra centralizada en una determinada línea de productos, suele decirse que su posición de riesgo es débil. La absorción de otra empresa puede ocurrir como consecuencia de la diversificación de la inversión por actividades o sectores. La diversificación no tiene por qué conducir a un incremento en el precio de las acciones, debido a que la empresa haría algo por los accionistas pueden hacer por sí mismos a menor coste, obteniendo acciones de otras empresas pertenecientes a otros sectores de actividad, de forma más rápida y barata de lo que lo hace la empresa cuando va a absorber a otra.

Razones técnicas y de personal: Un determinado invento o un equipo de técnicos puede residir en una empresa que, a fin de cuentas, no resulte caro adquirir y absorber, por estar en una situación financiera comprometida.

Los gerentes prefieren dirigir empresas grandes que empresas pequeñas. Con esto se está advirtiendo que los directivos en ocasiones pueden perseguir sus propios objetivos, como por ejemplo obtener más poder, en vez de querer maximizar el valor de la empresa para sus accionistas. Esto sólo es cierto siempre y cuando no reduzcan su ámbito de actuación en la gran empresa³.

En ocasiones, el precio de las acciones de la empresa absorbente cae una vez anunciada la operación de absorción, ya que los accionistas pensarían que dicha operación no es en su beneficio y que su dinero está mal colocado. El precio de la empresa absorbida aumentará cuando el mercado detecte la operación de absorción. El efecto combinado del precio de las acciones sería negativo, debido a que hay costes de transacción por la operación de absorción.

La empresa absorbente suele poseer información que el mercado no conoce. También los propietarios de la absorbente pueden tener sus preferencias acerca de la identidad de la absorbente, en función de las oportunidades de inversión que ésta pueda tener, aunque, en general una empresa al absorber a otra y formar una sociedad mayor, tendrá mayores facilidades crediticias que si estuvieran por separado.

En el momento del anuncio de la absorción se producirán las primeras subidas en las cotizaciones de una u otra empresa o de ambas. Si el precio de la acción de la absorbente cae cuando la operación se anuncia, los inversores están enviando el mensaje que los beneficios de la absorción son dudosos o que se están comprando demasiado caros.

2. LOS ACCIONISTAS MINORITARIOS ANTE LAS ABSORCIONES:

Se trata de analizar cómo influye el proceso de absorción en el valor de las acciones en poder del accionista minoritario, tanto de la sociedad absorbida como de la absorbente. En teoría, la operación debería favorecer más a los de la empresa absorbente, especialmente, cuando la absorción sigue a una adquisición hostil. Sin embargo, los conflictos de agencia entre éstos y sus directivos hacen que a menudo, la realidad constatada sea muy distinta.

Podría ocurrir que todas las partes resultasen favorecidas por un incremento en el valor de sus acciones, siempre que se cumpla la condición de que las dos empresas valen más juntas que separadas. En caso contrario, las ganancias de los accionistas de una se realizarán en detrimento de los de la otra sociedad.

Son muchas las investigaciones realizadas alrededor del tema para estimar el efecto de las absorciones sobre el precio de las acciones de ambas empresas (de la absorbente y de absorbida), antes y después del anuncio o de la consumación de la operación.

³ Coase, R. H. (1994, p. 41): “los hombres prefieren ser jefes de pequeños negocios independientes antes que cabezas de departamentos de grandes empresas”

Con respecto al corto plazo, podemos observar los cambios registrados sobre los precios de las acciones desde el anuncio hasta que concluye la operación gracias a un estudio realizado por Jensen y Ruback. Todos los estudios realizados muestran como los accionistas de las empresas absorbidas logran ganancias sustanciales a corto plazo como consecuencia de absorciones. En cambio, los accionistas de las empresas absorbentes ganan comparativamente poco en las absorciones. La investigación empírica indica que, en promedio, los accionistas de las empresas absorbidas obtienen buenos resultados, mientras que los de las empresas absorbentes no.

Cuando la operación resulta frustrada, el rendimiento que logran los accionistas de las empresas absorbidas es negativo, de manera que todas las ganancias que obtuvieron al inicio de la operación se pierden al hacerse público el fracaso de la absorción.

En cuanto al largo plazo, Loughram y Vigh estudiaron mil empresas absorbentes desde 1970 hasta 1989 y encontraron que los accionistas de empresas absorbentes obtienen rendimientos inferiores al promedio en el largo plazo. También concluyen que las absorciones hostiles han rebasado muy significativamente en ganancia a las amistosas. Esto puede que sea así porque las absorciones hostiles dan lugar a reemplazamientos de administraciones deficientes, lo que contribuye a un mejor desempeño a largo plazo.

3. EFECTOS POSITIVOS DE LAS ABSORCIONES:

Existen sinergias, incremento de poder de mercado, ventajas en el acceso a la financiación y otra serie de consecuencias positivas derivadas del crecimiento que incentivan los procesos de concentración y que generan, desde el punto de vista de la valoración, una plusvalía para el accionista. Gran parte de lo que se expone a continuación es aplicable también al caso de las fusiones.

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. La burocracia origina duplicidades, puestos de trabajo no rentables, etc.

La sinergia se materializa en un mayor beneficio por acción para los accionistas de las empresas que participan en el proceso de absorción. Quizás no se dan desde el primer momento en que se produce la absorción, pero si los mercados descontaran de forma eficiente el incremento esperado en los beneficios, el aumento de valor sería inmediato a la consumación del proceso.

Las economías de escala explican como el coste de producción disminuye a medida que aumenta el nivel de producción. Aunque realmente no se conozca bien la naturale-

za de las economías de escala o el nivel de producción óptimo, suelen tener efectos beneficiosos en las absorciones horizontales.

Las economías de alcance suponen la reducción de costes, entre otros aspectos, debido a que se comparten instalaciones, bases de datos, personal, etc., inicialmente ocupado en actividades similares, pero separadas.

Existen también economías de integración vertical: A partir de las absorciones tanto verticales como horizontales se pueden obtener economías cuando se facilita la coordinación de las actividades operativas estrechamente relacionadas. A partir de esta idea, se entiende bastante mejor por qué las empresas dedicadas a automóviles absorben a las del sector de la electrónica, porque así la tecnología avanzada de la empresa absorbida ayudará a mejorar la calidad de los automóviles. Las empresas que absorben con este objetivo persiguen el control de la mayor parte del proceso productivo, incluso de los canales de distribución y de abastecimiento (Telepizza absorbió a la empresa que la proveía de queso).

Es normal también que se den estas sinergias cuando la empresa absorbida tiene un producto rentable y la grande desea empezar de cero: Entonces la empresa grande absorbe a la pequeña obteniendo así las ventajas de comercializar un producto rentable y, de forma más rápida y barata que la pequeña, obtiene los fondos para lanzarlos a mayor escala.

Las ganancias fiscales pueden ser un poderoso incentivo para realizar algunas absorciones. Una empresa absorbente puede disfrutar de concesiones fiscales que posea la empresa que desea absorber, como créditos por impuestos pagados sobre inversiones, deducciones impositivas en el extranjero o las pérdidas acumuladas. Si no se llevase a cabo la absorción la posibilidad de compensar las pérdidas terminaría en un futuro de varios años, según la ley (actualmente, en España, siete años), por carecer de beneficios que permitan compensarla en su totalidad. Por esto, puede resultar relativamente barata una empresa que no ha terminado de compensar las pérdidas que le correspondía, pues la reducción del valor patrimonial debida a las pérdidas acumuladas le supondrá un descuento en el precio pagado por su adquisición.

Los Estados suelen facilitar la concentración de mercados, hasta cierto punto, con la finalidad de estimular el crecimiento de las empresas, en sectores como la banca. Con el objeto o la excusa de la competencia extranjera, en procesos de ampliación del mercado común, facilita las absorciones y fusiones mediante una legislación fiscal generosa, proporcionando ventajas fiscales a las empresas envueltas en procesos de absorción.

La concentración de empresas, en cualquiera de sus modalidades, suele aminorar el coste de la financiación externa. El mercado percibe el poder de mercado y la falta de concurrencia como una disminución de riesgo y disminuirá el coste de capital.

BIBLIOGRAFÍA:

- BREALEY, R. A. y MYERS, S. (1998): *Fundamentos de financiación en la empresa*. Quinta edición, McGRAW-HILL, Madrid.
- FONDEVILLA ROCA, E. (1978): *La expansión financiera de la empresa. Sus Estrategias frente al mercado bursátil*. Editorial Hispano Europea, Barcelona.
- MASCAREÑAS PERÉZ-IÑIGO, J. (1993): *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*. Mc GRAW-HILL, Madrid.
- McCANN, J. E. y GILKEY, R. (1990): *Fusiones y adquisiciones de empresas*. Ediciones Díaz de Santos, S.A., Madrid.
- ROSS, S. A., WESTERFIELD, R. W. y JAFFE, J. F. (2000): *Finanzas Corporativas*. Quinta edición, Mc GRAW-HILL, México.
- SCHEIN, E. H. (1990): *Fusiones y adquisiciones: Aspectos Culturales y organizativos*. Ediciones Gestión 2000, S.A., Barcelona.
- SUÁREZ SUÁREZ, A. S. (1998): *Decisiones óptimas de inversión y Financiación en la Empresa*, 18ª ed., PIRÁMIDE, Madrid.
- YAGÜE GUILLÉN, M. J. (1998): “La cooperación interempresarial: Fusiones, adquisiciones y alianzas estratégicas”, *Economía Industrial*, n.º 320, pp. 65-75.

Capítulo Décimo

FUSIONES DE EMPRESAS

1. CONCEPTO Y TIPOLOGÍA

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. En todas estas oleadas encontramos características comunes como el que se trate de períodos en los que el precio de las acciones están en crecimiento, aunque en cada caso encontramos diferencias considerables en cuanto a los tipos de empresas que se fusionan y en los procedimientos que siguieron. Para Arturo Rojas, economista de Analistas Financieros Internacionales, “la fusión es una respuesta empresarial a la unificación de los mercados. Con ella se pretende esquivar el aumento de la competencia”. A veces, los gobiernos de los con bancos más débiles, como España, Italia, Francia o Portugal, promovieron concentraciones internas “controladas” para evitar el desembarco de las entidades extranjeras.

A diferencia de otros conceptos, como el de participaciones recíprocas, uniones temporales de empresas, u otros acuerdos de cooperación empresarial, cuando dos o más empresas se fusionan, desaparecen 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. En este caso, los accionistas de una o varias de las empresas fundentes podrían verse discriminados con respecto a los de otras.

Un tema muy interesante, aunque ajeno a la Valoración de empresas, es el del Gobierno de la nueva empresa, ya que en algunos casos (Incorporación de la “A” en las siglas del el BBV) se cuestiona si la fusión no ha supuesto una especie de absorción virtual. 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.

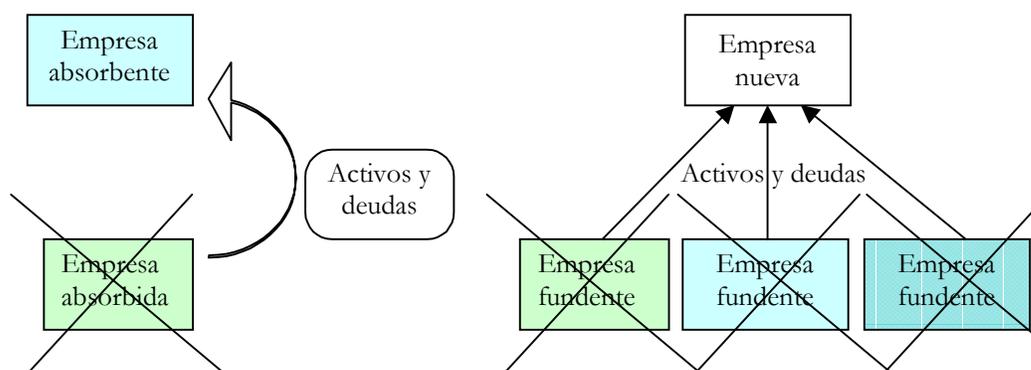


Figura 7. Distinción entre las operaciones de absorción y fusión

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. La razón de estas actividades por parte de las empresas no se entiende muy bien si observamos que según estudios los procesos de fusión y absorción terminan en fracaso en número mayor a los que acaban en éxito.

También se ha planteado si está justificada la fusión cuando no es por motivos de eficiencia. Por ejemplo, los bancos Santander y BCH anunciaron que mantendrían separadas la operatividad de sus sucursales, según el banco a que pertenecían antes de la fusión, cuyas siglas siguieron ostentando durante un tiempo. Eso puede indicar que el único motivo por el que se fusionaron es poder fijar precios sin incurrir legalmente en colusión, es decir, acaparar conjuntamente poder de mercado.

Otra cuestión a considerar es cómo valoran los accionistas los activos intangibles (o en su caso, los efectos antieconómicos) de la unión de los procesos productivos —integración vertical, diversificación de actividades, economías de escala, concentración de mercado, poder de compra, etc.—tanto en caso de fusión como de absorción. Habría que comparar la capitalización de la nueva empresa con los valores de las empresas por separado, antes de la operación.

En las cotizaciones de las acciones antes de la fusión ya pueden recogerse los efectos optimistas o pesimistas con respecto a la conveniencia de la fusión o a la realización misma de la operación, cuando la decisión no está tomada en firme. A su vez, la determinación de los valores de conversión o la propia conclusión del proceso puede acordarse supeditada al comportamiento de los mercados en fechas previas a la fusión o, lo que es menos problemático, en fechas anteriores al inicio de las negociaciones.

Aparte de la célebre distinción del IASC entre fusiones por absorción y por unión de intereses, la fusión propiamente dicha, que se restringe al concepto de unión en igualdad de condiciones, puede presentar 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. (fusiones de este tipo serán comentadas más adelante).

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.

2. FUSIÓN Y CONCENTRACIÓN

Se considera probado que, en ausencia de regulaciones en defensa de la competencia, la concentración de empresas es una tendencia natural (V. Pérez y Galindo, 2002) de los mercados, por el lado de la oferta, especialmente en determinados sectores. Según Monneva (1999, p. 279), "...se viene observando una gran cantidad de procesos de fusión en todos los sectores económicos..." Debido a esto la Comisión Europea analiza las concentraciones anunciadas y emite informes preceptivos y vinculantes. De esta manera según el reglamento europeo actual, en cuanto dos empresas se unen con un volumen de negocios mundial de 4.960 millones de € y con unas ventas de 248 millones, ya es obligatorio someter su alianza al dictamen de la Comisión Europea.

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. Son célebres, no obstante, otras fusiones ocurridas en sectores diversos. La compañía farmacéutica Astra y la británica Zéneca llegaron en diciembre de 1.998 a un acuerdo valorado en 37.200 millones de dólares. American Tobacco (BAT) y Rothmans Internacional crean la nueva supermultinacional del tabaco, con un volumen de negocio cercano a los 13.400 millones de Euros. Price WaterhouseCoopers (del bufete Estudio Legal) y parte de una sección del despacho Mullerat & Roca, se espera que facturarán unos 45 millones de Euros.

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. En consecuencia, es hora de hacer más inversiones para seguir siendo competitivos en un mercado cada vez más globalizado".

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. Estos cambios están acompañados de modificaciones del marco regulador y operativo del sector, como la Ley Riegle-Neal aprobada en 1.994 en Estados Unidos, en Japón el saneamiento de las grandes instituciones financieras, y la adopción de la moneda única en Europa. A partir de agentes catalizadores distintos, se observan comportamientos similares que probablemente respondan a un sustrato de factores comunes de naturaleza más estructural.

La magnitud de la ola de operaciones de fusión que acompaña a los cambios señalados no tenía precedentes en la historia reciente del sector. De los cinco bancos que ocupan las primeras posiciones del ranking bancario mundial, cuatro son producto de fusiones realizadas durante los años 1998 y 1.999.

Cabe señalar dentro de este sector como fusiones más importantes la de los bancos suizos UBS y SBC, en Francia el BNP y el Paribas, y en España el BBVA y el BCH (de los que hablaremos en el quinto apartado) entre otras muchas fusiones sucedidas en otros países. Se puede observar como la mayoría de las fusiones se realizan entre entidades de la misma nacionalidad en contra de lo que cabría esperar debido al fenómeno de la globalización. En la actualidad hay autores que ponen en duda los efectos en la eficiencia del sector a largo plazo ya que la reducción de los costes asociadas al aumento del tamaño son muy pequeñas y a que las economías de escala obtenidas están relacionadas con la racionalización de la red de sucursales cosa que no se está teniendo en cuenta.

Con bastante antelación a la plena entrada en vigor del Mercado único europeo, se estuvo argumentando, en favor de la concentración bancaria, la amenaza de la competencia de los entonces denominados ‘colosos’ alemanes. De hecho, el llamado “Mercado Común Bancario” se había alcanzado un año antes, en 1992.

Como en otros sectores, el reciente auge de las privatizaciones había favorecido la concentración, mediante los procesos de adquisición por parte de empresas del mismo sector que la privatizada. De esta forma, como paso previo a su adquisición por el Banco Bilbao Vizcaya (resultado de una fusión anterior), se preparó el proceso privatizador con la creación de Argentaria, que contenía a Caja Postal (a pesar de su nombre, era un banco), Banco Exterior de España, Banco Hipotecario de España y Banco de Crédito Agrícola, Banco de Crédito industrial y Banco de Crédito local.

Paralela a la formación del BBVA, se fue formando el otro grande, mediante la adquisición de Banesto por parte del Santander y la posterior fusión con el Central-Hispano, que, a su vez, provenía de la suma de Banco Central y Banco Hispano-Americano.

Destacan en este sentido la unión de Dai-Ichi Itangyo, Fuji Bank y Banco Industrial de Japón, primero en la clasificación; la fusión de Citicorp y Travelers Group es un ejemplo más entre los muchos que se produjeron en Estados Unidos; la unión de Deutsche Bank y Bankers Trust fue una de las escasas operaciones intercontinentales que tuvieron lugar hasta el momento. En Europa destacan las fusiones de los bancos suizos UBS y SBC, en Francia de BNP y Paribas, en Italia las uniones de Unicredito-Comit y de San Paolo-Imi, en España las de BSCH y BBVA, y casos similares en otros países.

El movimiento hacia una mayor concentración bancaria pone de manifiesto también 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. Existe la expectativa de que la fase actual de fusiones dé paso a una segunda etapa dominada por operaciones transfronterizas que alinearán los índices de concentración del mercado bancario europeo con los niveles que presentan los mercados de los Estados miembros. Pero se trata, por el momento, de una previsión.

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. Las economías de escala aparecen relacionadas, sobre todo, con el aumento del tamaño medio de las oficinas, y por tanto, la racionalización de la red de sucursales es la principal fuente potencial de mejora de la eficiencia del sector.

Las megafusiones bancarias que se están produciendo durante los últimos años en todo el mundo, no parece que tengan como objetivo conseguir las escasas mejoras que produciría la racionalización de sus redes de sucursales. En este sentido, el proceso actual hace albergar dudas sobre sus efectos en la eficiencia del sector a largo plazo; más bien se persigue desesperadamente la obtención del liderazgo y el poder de mercado.

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. Ejemplos de esta oleada la encontramos en la fusión de Daimler-Benz y Chrysler o la de Scania y Volvo, aunque sin duda pronto encontraremos más ejemplos pues este proceso en apariencia tiende a intensificarse en los próximos años.

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 ha producido, en primer lugar, por países. Daimler y Chrysler en Alemania, culminando una fusión de 5,6 billones de pesetas (hoy serían 34.100 euros), y convirtiéndose en el tercer fabricante a nivel mundial. Más adelante, las

operaciones se globalizaron. Volkswagen compró Rolls Royce (excepto la marca, que fue comprada por BMW). Ford vendió su 9,04% de la surcoreana Kia Motors para aumentar su participación en la japonesa Mazda. Hunday se hizo con el control de Kia Motors y de su filial, Asia Motors, lo que le permite controlar dos tercios del mercado interior japonés y tener más presencia en los Estados Unidos. General Motors incrementó sus participaciones en Isuzu y Suzuki. T&N, el grupo de componentes del automóvil, se fusiona con su rival norteamericana Federal Mogul por valor de 1.500 millones de libras

Los líderes del mercado europeo son Volkswagen, con el 16% del mercado, seguido por General Motors (propietaria de las marcas Opel y Vauxhall), Peugeot-Citroën, Ford, Renault y Fiat, con porcentajes situados entre el 11 y el 13%. Otras empresas, como Mercedes, controlan el 3% del mercado. En total, el 12% de las ventas europeas corresponde a fabricantes japoneses. En Japón, la estructura del mercado es muy diferente: Toyota abarca el 45% de las ventas y Nissan el 27%, mientras que empresas como Honda o Mitsubishi tienen menos del 10%.

Los japoneses dominan el comercio mundial de automóviles; exportan más del 50% de su producción y fabrican 2,3 millones de automóviles en Norteamérica y un número creciente en Europa. El mercado estadounidense sigue estando encabezado por General Motors, con un 35%, seguido por Ford, con un 20%. Sin embargo, en la actualidad Chrysler cede muchas veces su tradicional tercer puesto a Honda y Toyota, mientras que la compañía japonesa Nissan le sigue de cerca.

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.

En telecomunicaciones, Vodafone (compañía británica especializada en telefonía móvil) compra a la estadounidense Airtouch para crear el mayor operador mundial del sector. La nueva firma tiene un valor de 16 billones de pesetas aproximadamente (97.400 millones de Euros). Las grandes compañías del sector reflejan hoy grandes pérdidas que no se reflejan en sus cotizaciones. Que el sector de las telecomunicaciones ocupe uno de los primeros puestos en el ranking mundial de operaciones de concentración por sectores 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. En Europa estas tendencias están manifestándose con más retraso debido a que las decisiones de liberalización del mercado de las telecomunicaciones comienzan a adoptarse en 1990 y la liberalización de la telefonía básica comienza a ser efectiva a partir de 1998, con situaciones excepcionales para algunos Estados miembros.

La oferta de British Telecom de 14.000 millones de libras por el grupo de telecomunicaciones MCI tiene menos posibilidades de prosperar después de que el norteamericano GTE pusiera sobre la mesa 17.500 millones de libras.

Energía

Antes del escándalo de las auditorías falseadas, Enron era la primera empresa mundial por volumen de capitalización bursátil. Ahora sabemos que el criterio de la capitalización no habría sido un buen medidor del verdadero valor de la empresa, puesto que el mercado no estaba convenientemente informado.

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. Invierten en nuevas tecnologías y otras actividades de amplias expectativas de beneficios. Endesa posee el 28% del capital del grupo Auna, el cual controla siete operadores de cable, así como uno de telefonía fija (Retevisión) y uno de telefonía móvil (Amena), la empresa de Internet eresMas, y la televisión digital terrestre Quiero televisión. Iberdrola por su parte toma una participación de un 14,5% en Tele Leste Celular y un 15,3% en Tebahía y su filial Iberdrola Diversificación desarrolla un plan de acción en Internet llamado I@I.

Ante el anuncio de fusión de Endesa e Iberdrola, la Comisión Nacional de Energía emitió al Poder ejecutivo un informe, cuyas principales recomendaciones fueron:

PRODUCCIÓN: Endesa e Iberdrola sumaban 38.000 megavatios de potencia, y deberían de contar como máximo con 21.359. Eso suponía un 45% del mercado frente al 80% que dominaban juntas por aquel entonces. Un gestor independiente, con código de conducta propio y vigilado por la CNE se haría cargo de gestionar los activos en venta hasta su traspaso. Las empresas deberían ceder sus activos en el menor plazo posible, y por tanto el plan de desinversiones debería estar cerrado en marzo como muy tarde. Estos activos deberían ser agrupados de modo que pudiesen ser vendidos en paquetes.

DISTRIBUCIÓN: Se debía limitar el peso de la nueva compañía al 41%, lo que supondría vender el equivalente a 8,3 millones de clientes de los 18 con los que contaba en el momento de la emisión del informe. Las empresas en este punto proponían la venta de sólo 4 millones de clientes. Como consecuencia de este desacuerdo, Pedro Meroño (presidente de la CNE), propuso una nueva alternativa; la posibilidad de que un gestor independiente gestione el porcentaje de distribución que exceda del 41% y que no sobrepase el 62% hasta el 1 de enero de 2004. Además también propuso la creación de una distribuidora relevante.

COMERCIALIZACIÓN: Se proponía limitar esta actividad para los clientes no sujetos a tarifa al 22% cuando coincida con la misma zona de distribución. Se propuso la creación de una filial separada encargada del área comercial.

AYUDAS A LA COMPETENCIA: La CNE ve razonable que se pueda reducir la cuantía a cobrar por las empresas en concepto de costes de transición a la competencia (CTC) que ascienden a 5.500 millones de euros. Para concretar cifras, propone que cada activo en venta vaya acompañado de los CTC's que le correspondieron en el cálculo que se pactó en 1997 entre el Gobierno y las empresas.

Entre el petróleo y el gas natural y la electricidad también existe un importante cruce de participaciones que hace de ambos sectores uno sólo, el de la energía, debido a que son los mismos entes decisores los que dominan en una y otra actividad. La petrolera Exxon compra a su principal rival, Mobil, por 11 billones de pesetas (cerca de 67.000 millones de Euros) constituyéndose en la mayor petrolera del mundo.

3. 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 —insistiré más adelante— 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. Los expertos advierten del peligro que conlleva un proceso de estas dimensiones y de cómo evitarlos. Según Alfonso Jiménez, “Se debe realizar una evaluación de las compatibilidades humanas del posible socio, por ejemplo, planes de pensiones o tipos de contratos que se realizan. Es preciso fijar los objetivos en la fase de negociación y, para que la integración sea eficaz, es conveniente dar tanta importancia a los aspectos humanos como a los financieros o jurídicos. Al seleccionar políticas, sistemas de información, redes de comercialización, etc, hay que conseguir que los mejores se queden y que exista entusiasmo y seguridad en el proyecto”.

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. Durante el periodo de negociación, los mercados pueden recibir información más o menos certera del curso de las mismas y se pueden producir perturbaciones en las cotizaciones de las compañías implicadas.

Algunos de los múltiples problemas que generan las macro-fusiones bancarias se derivan de la dificultad de valorar ciertos activos y el resultado de determinadas operaciones como las realizadas en los mercados de derivados. Ese fue el obstáculo que tuvieron que sortear los bancos suizos. Cuando se planteó la fusión del SBC y UBS este último reconoció que había perdido en derivados 135 millones de dólares. El SBC las asumió, pero poco tiempo después se descubrió que los millones de dólares a los que tendría que hacer frente no eran 135, sino 685.

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. Un ejemplo de este caso lo protagonizó la FED estadounidense cuando obligó al Deutsche Bank a amortizar de una sola vez y contra recursos propios los 5.000 millones de dólares que generó en fondos de comercio la compra de Bankers Trust. Esta imposición fue un duro golpe para la solvencia del ban-

co alemán, que se vio obligado a realizar una ampliación de capital con cargo a reservas para financiar la operación. El caso de Endesa e Iberdrola también es un fracaso estrepitoso por razones similares, que nos resulta más cercano y reciente.

Otras veces, cuando la operación de fusión se ha formalizado, surgen problemas de convivencia entre las organizaciones empresariales puestas en común. Las dificultades surgen por el choque de diferentes culturas empresariales y el desconocimiento de los métodos de supervisión de determinadas actividades. De esta forma, cuando el Deutsche Bank compró el banco de inversión Morgan Grenfell, su desconocimiento de los mercados en los que operaba dejó la puerta abierta a Peter Young, un gestor de fondos que hizo perder a la entidad 683 millones de dólares.

Por último, puede darse el caso de que la fusión, aunque pueda ser interesante por diversos motivos económicos (V. apdo. 3 del cap. 9º), sea evitada debido a la regulación de determinadas formalidades que resulten disuasorias. Se dice que el acuerdo de mutua participación entre America On Line (AOL) y Time Warner, en el 2000 es una especie de “fusión encubierta”. El intercambio accionarial, registrado como compra permite a los gestores de AOL empezar a vender activos extra-funcionales y obtener liquidez inmediata, en vez de esperar dos años, como exige la normativa estadounidense, para casos de fusión.

4. ABSORCIONES ENCUBIERTAS

Hemos hablado de la importancia de la dimensión empresarial, en relación con los procesos de fusión. Ese es precisamente el criterio que adopta el Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas (ICAC) para diferenciar las fusiones que se hacen “por unión de intereses” o “por adquisición”. En su boletín n.º 14 de octubre de 1993, se afirma que 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. (ICAC 1.993: Artículo 18). A estos efectos, este organismo define el patrimonio real de una sociedad como el valor que se ha utilizado para establecer la relación de canje (ICAC 1993; Artículo 2).

El hecho de clasificar una combinación de empresas dentro de uno de los tipos no es meramente un ejercicio teórico, sino que tendrá implicaciones directas en la contabilidad de todo el proceso. 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 seguirá unas u otras pautas.

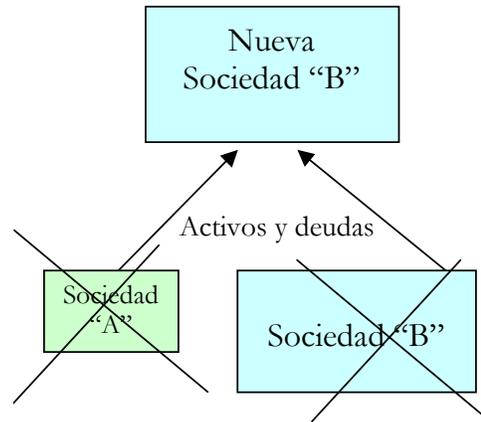


Figura 8. Fusión por adquisición o ‘absorción encubierta’

La existencia de grupos de sociedades sería considerada una suerte de absorción encubierta, puesto que todo el patrimonio de la empresa participada pertenece a la matriz, si no fuera porque la normativa de consolidación de Cuentas Anuales obliga a reflejar esta circunstancia en la presentación de estados contables. 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.

Se han hecho célebres las críticas a procesos de fusión de grandes bancos españoles, por parecerse más a absorciones, debido al desigual poder de negociación de las partes fundentes. Existen otros casos cuantitativamente más trascendentes, como por ejemplo la fusión del Bayerische Hypotheken und Wechsel Bank y el Bayerische Vereinsbank, que se convirtió con esta unión en el primer grupo inmobiliario de Europa y el segundo banco alemán.

5. 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. Por tanto el saldo deudor que aparecerá en la sociedad absorbida por la diferencia entre el valor contable de los activos reales entregados y el pasivo exigible no reflejará el valor real atribuido al patrimonio entregado en la fusión.

Por su parte, en la empresa absorbente el valor contabilizado del incremento de neto, tampoco coincidirá con el valor real de las acciones emitidas. La cuenta de la prima de emisión será donde se incorporará este desfase entre valor real y el valor contable del patrimonio recibido.

El ICAC no cree que, a pesar de la divergencia que se produce, peligre la imagen fiel de la empresa, ya que considera que ésta puede alcanzarse en materia de valoración con

la incorporación de una información detallada en la memoria. Consideramos que una divergencia de esta importancia no puede solucionarse a través de una simple nota en la memoria. Nos parece que sería más apropiado que se diera una coincidencia entre el valor real del patrimonio transmitido a la sociedad absorbente, fijado a través del tipo de cambio, y el importe contabilizado por las dos empresas, absorbente y absorbida. Este aspecto es de suma importancia si, como propugna el ICAC, éste es el método habitual de contabilización de la fusión, de forma que la aplicación del método de la compra queda relegado a una aplicación puramente residual.

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. Además, como se ha afirmado anteriormente, se utilizan los valores contables históricos para la incorporación a la nueva entidad de los patrimonios de las sociedades extinguidas, por lo que contablemente no surgirá diferencia alguna.

No ocurre lo mismo en la fusión por adquisición, puesto que se habrá fijado un valor de transmisión para la empresa en el momento de la negociación y establecido un valor real neto de los activos y pasivos. La diferencia entre ambas variables recibe diversos tratamientos en función del signo. En el supuesto que sea positiva surge un fondo de comercio que deberá reconocerse y aparecer en el patrimonio post-fusión. Si posee signo negativo puede recibir diferente tratamiento la normativa internacional opta por considerar un beneficio diferido, el ICAC propone que sea contabilizado como una provisión para riesgos y gastos.+

BIBLIOGRAFÍA

- APELLÁNIZ GÓMEZ, T. (1999): "Análisis ex-post de fusiones y adquisiciones: evaluación de los resultados de la fusión a través del mercado de capitales". *Actualidad Financiera* nº 8 pág. 49-60.
- BREALEY, R. A. y MYERS, S. (1998): *Fundamentos de financiación en la empresa*. Quinta edición, McGRAW-HILL, Madrid.
- BRILMAN, J. y MARIE, C. (1990): *Manual de valoración de la empresas*. Díaz de Santos S.A.
- FARIÑAS, J. F. y JAUMANDREU, J. (1999): "Fusiones entre empresas: hechos, efectos e interrogantes". *Economistas: Dimensión empresarial y competencia*, nº 82 pág. 32-39.
- FARRERAS NOGUER, M. A. y RABASEDA I TARRÉS, J. (2002): *La valoración en el registro contable de los procesos de fusión: Comparación de los métodos aplicables*. X Encuentro

de Profesores Universitarios de Contabilidad. Asociación Española de Profesores Universitarios de Contabilidad y Universidad de Santiago de Compostela. Santiago de Compostela.

FONDEVILLA ROCA, E. (1978): *La expansión financiera de la empresa. Sus Estrategias frente al mercado bursátil*. Editorial Hispano Europea, Barcelona.

GARRIDO PULIDO, T. (1998): "Efectos impositivos de la fusión de empresas". *Partida Doble*, número 87, p. 4-19.

LABATUT SERER, G. Y PARDO PEREZ, F. (1995): "Las fusiones de empresas. Aspectos contables y fiscales". *Técnica Contable*, número 553, p. 41-53.

MACCAREÑAS PEREZ-IÑIGO, J. (1992): *Manual de Fusiones y Adquisiciones de empresas*. McGraw-Hill.

MACE, M. L. y MONTGOMERY Jr., G. G. (1990): *Fusiones y adquisiciones, guía para la compra, venta y fusión de empresas*. Oikos-tau.

MASCAREÑAS PERÉZ-IÑIGO, J. (1993): *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*. Mc GRAW-HILL, Madrid.

McCANN, J. E. y GILKEY, R. (1990): *Fusiones y adquisiciones de empresas*. Ediciones Díaz de Santos, S.A., Madrid.

ROSS, S. A., WESTERFIELD, R. W. y JAFFE, J. F. (2000): *Finanzas Corporativas*. Quinta edición, Mc GRAW-HILL, México.

SANCHÍS PALACIOS, J. (Noviembre 1992): Análisis contable de las fusiones y adquisiciones: técnica de decisión. *Actualidad Financiera* n° 42 pág. C-594 - C-603.

SCHEIN, E. H. (1990): *Fusiones y adquisiciones: Aspectos Culturales y organizativos*. Ediciones Gestión 2000, S.A., Barcelona.

SUÁREZ SUÁREZ, A. S. (1998): *Decisiones óptimas de inversión y Financiación en la Empresa*, 18ª ed., PIRÁMIDE, Madrid.

YAGÜE GUILLÉN, M. J. (1998): "La cooperación interempresarial: Fusiones, adquisiciones y alianzas estratégicas", *Economía Industrial*, n.º 320, pp. 65-75.

Capítulo Undécimo

ESCISIONES DE EMPRESAS

1. 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. Es un caso poco frecuente; ya se comentó la tendencia natural de los sectores a la concentración.

A veces, por motivos de eficiencia, se pueden dividir explotaciones en fases sucesivas de una o varias cadenas de valor o en zonas o segmentos de mercado, pero la empresa, por lo que respecta a su capital, sigue siendo la misma. Se habla, en todo caso, de creación de filiales, que viene a ser el fenómeno inverso a las absorciones —No procede aquí recordar la distinción entre los conceptos de filial y sucursal—. La sociedad antigua no deja de existir, aunque es usual que decida desprenderse de parte de sus recursos y escindirlos jurídicamente. El registro de esos recursos se sustituirá ahora por inversiones financieras, representativas de la titularidad sobre la nueva compañía. Estaríamos en la problemática de los grupos de sociedades.

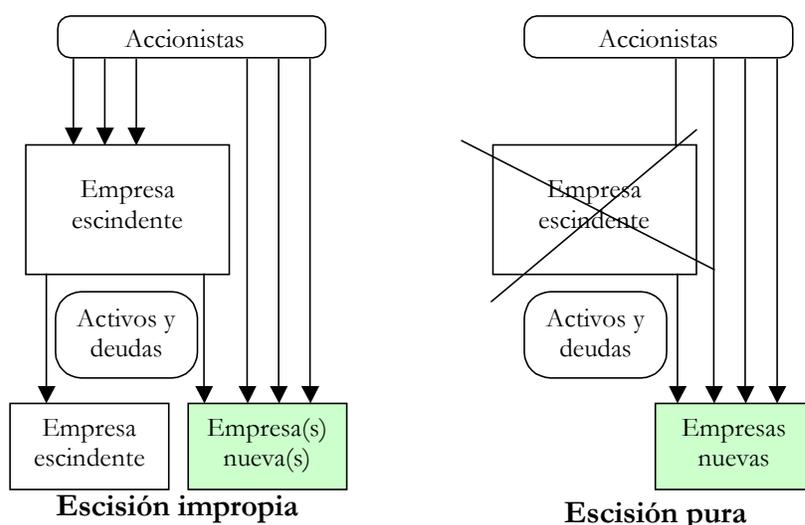


Figura 9. Distintos tipos de escisiones

Hacemos la distinción entre escisión propia e impropia, según desaparezca o no la empresa escidente. De forma didáctica, podríamos denominar al primer tipo “gemación” y al segundo “mitosis”. 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 ab-

sorbe o con la que se fusiona. Entonces se habla de escisión por fusión, por adquisición o por absorción, como modalidades de la escisión impropia.

2. 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. Las desavenencias personales o de intereses entre los herederos les lleva en muchas ocasiones a escindir la empresa. En otros casos, el desacuerdo entre los socios fundadores ha tenido este mismo resultado. Normalmente, estos casos no responden a una conveniencia relacionada con la eficiencia o la rentabilidad de las nuevas empresas o algún problema de dimensión de la empresa inicial.

Entre los escasos ejemplos existentes de “escisión estratégica”, podemos citar como causas, las barreras institucionales, tales como el establecimiento en países distintos o el aprovechamiento de incentivos a la creación de empresas o a la dimensión reducida. 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.

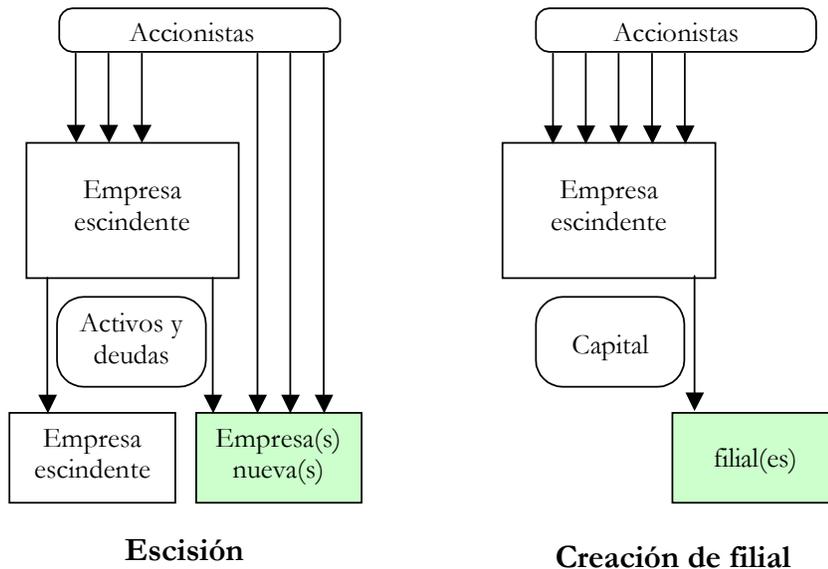


Figura 10. Distinción entre las operaciones de escisión y creación de filial

Por esa razón, esta operación no evitaría la concentración de mercado, sino que puede responder, entre otros, a motivos de imagen, economías de gestión, evitación de costes de control, externalización de riesgos y pérdidas y uno muy importante de tipo financiero: Buscar un mayor apalancamiento en capital en las inversiones actuales, sin perder el control, ni la capacidad de endeudamiento. Esto se debe a que la entrada de nuevos accionistas minoritarios en las empresas escindidas (dependientes) permite al

grupo reducir la inversión en dicha empresa a un estricto porcentaje de control, a modo de *holding*. De esta forma, la empresa matriz no tiene por qué ampliar el volumen de su inversión para poseer una empresa con un activo total mucho mayor que el valor teórico de su cartera de control.

En la escisión propia, la separación patrimonial puede suponer una separación de intereses entre los accionistas o bien una confluencia entre éstos, es decir, los accionistas pueden repartirse las empresas resultantes o bien pueden repartir las acciones de las empresas nuevas entre todos los accionistas, en proporción a las partes alícuotas de la empresa original. En ocasiones, las habilidosas gestiones de los administradores pueden tener como resultado fáctico la expulsión de accionistas incautos hacia una empresa que fracasará, en beneficio de la consolidación de determinados intereses mayoritarios y finalmente indiscutibles.

3. 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). Todo esto ha originado litigios, puesto que la decisión de escindir se toma en la empresa escidente por mayorías que pueden perjudicar patrimonialmente a los principales interesados en la escisión.

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 accionariado.

La inversión en una empresa escindida no se regirá por criterios distintos de los que suelen guiar la inversión en cualquier otra empresa, pero en este caso, tal vez exista un elemento adicional de desconfianza y desconocimiento de la situación patrimonial final. Por eso, lo normal es que se produzca una bajada de cotizaciones a raíz de las escisiones de empresas que cotizan en bolsa. En los mercados financieros, las escisiones se interpretan como signo de problemas pre-existentes. Si estos problemas estaban ocultos,

BIBLIOGRAFÍA

- BESTEIRO VARELA, M. A. (1995): *La escisión de sociedades en España. Aspectos problemáticos de su regulación que inciden en la Contabilidad*. ICAC. Madrid.
- BESTEIRO VARELA, M. A. y SÁNCHEZ ARROYO, G. (1999): *Contabilidad Financiera y de Sociedades II*. Pirámide, Madrid.
- DOMÍNGUEZ PÉREZ, J. L. (2001): “Una indagación acerca de las escisiones empresariales”. *Revista de Contabilidad y Tributación. Centro de Estudios Financieros*, n.º 61, pp. 135-4196.
- SALVADOR MONTIEL, M. D. (2002): El efecto impositivo en la escisión de sociedades. X Encuentro de Profesores Universitarios de Contabilidad. Asociación Española de Profesores Universitarios de Contabilidad y Universidad de Santiago de Compostela. Santiago de Compostela.
- LEFEBVRE, F. (2000): *Dossier práctico. Operaciones de Reestructuración empresarial. Régimen especial de: Escisiones, Aportaciones de rama de actividad, Canjes de valores. Grupos de sociedades*. Ed. Francis Lefebvre, S.A., Madrid.
- SÁNCHEZ OLIVAN, J. (1998): *La fusión y escisión de sociedades. Aportación de activos y canje de valores. Cesión global del activo y del pasivo. Estudio económico, jurídico, fiscal y contable*. Edersa, Madrid.

Capítulo Duodécimo.

EMPRESAS CONJUNTAS

1. CONCEPTUACIÓN

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). 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.

A menudo, la constitución de empresas conjuntas se confunde con la fusión, por lo que conlleva de puesta en común de patrimonios. De hecho, ha sido definida como una hibridación entre la cooperación y la fusión empresarial (Aragón y Haro, 2001, p. 49). La diferencia fundamental entre ambos tipos de operaciones es que las empresas que se fusionan dejan de existir y transmiten a la nueva sociedad su patrimonio a título universal.

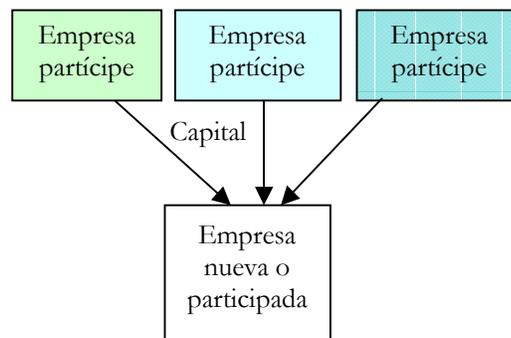


Figura 11. Sociedad conjunta

En general, los motivos para constituir empresas conjuntas vienen a coincidir con los comentados acerca de la creación de filiales, solo que la iniciativa es común a varias sociedades. En la práctica, este tipo de empresas, aun cuando se constituyen como persona jurídica, rara vez tienen una vida superior a los cinco años, dado que su objeto social está casi siempre relacionado con proyectos tecnológicos de las empresas fundadoras. En la inmensa mayoría de los casos, éstas se ponen de acuerdo para que sea una sola de ellas las que adquiera y, normalmente, absorba a la empresa conjunta (Bleeke y Ernest, 1995, pp. 97-105).

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. En el proceso previo a la constitución se planteará un problema de negociación y a veces de incentivos. Aun así, el conjunto de las empresas que se pusieron de acuerdo suele conservar, entre todas, el control mayoritario, de forma que puedan existir otros accionistas minoritarios.

El concepto de "*joint-venture*" no tiene un significado legal preciso. Desde el punto de vista académico, a menudo, se intercambia con el término **Partnership**, identificable como *joint-venture* contractual, y se emplean ambos indistintamente para designar acuerdos societarios o meras estrategias cooperativas. Ambas modalidades se usan frecuentemente en el ámbito de la cooperación comercial, aunque su importancia es mayor en los terrenos de la Investigación y Desarrollo tecnológicos y la producción industrial.

Su regulación legal en España se ciñe a la normativa sobre grupos de sociedades. La Comunidad europea emitió el Reglamento 418/1985 sobre *joint-ventures*, para evitar que este tipo de acuerdos implicase restricciones a la competencia. La gran diversidad de objetivos y condiciones determina la inexistencia, en el ámbito internacional, de usos y costumbres aplicables o de contratos tipo o estándar.

2. 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. Evita que se tengan que especificar *ex ante* complejas normas para regular el funcionamiento del acuerdo. Desde el punto de vista técnico, esta forma de cooperación no tiene por qué ser más eficiente que los acuerdos de producción conjunta. De hecho, existe el inconveniente del coste que supone la creación y funcionamiento de la nueva entidad. Por eso, la alternativa societaria de la cooperación es más eficiente cuando los proyectos de Investigación y Desarrollo que dicha sociedad llevará a cabo son a muy largo plazo (como mínimo, el tiempo necesario para amortizar los gastos de constitución y las inversiones iniciales).

Entre los socios fundadores, no suele ser tan relevante el reparto de beneficios por parte de la nueva empresa, por lo tanto, suelen mantener una política que les permita mantener la cotización estable en los mercados. La razón principal por la que se suelen crear empresas conjuntas es la necesidad de externalizar determinados procesos tecnológicos, más bien arriesgados, de los que serán beneficiarios (a modo de clientes de la nueva empresa) lo socios fundadores, por complementariedades de cada uno de ellos en su respectivo sector. También puede buscarse una aventura común en un sector que no existe aún o en el que no se habrían podido introducir, con los recursos financieros y tecnológicos con que cuentan por separado.

Actualmente, los acuerdos para constituir empresas conjuntas "son una de las formas de cooperación empresarial más extendidas", aunque "no es de las más frecuentes en la cooperación entre PYME". Se dan, mayoritariamente, entre grandes empresas multinacionales o de distinta nacionalidad, condicionados por las estrategias de localización de plantas industriales. La pequeña industria, por su parte, encuentra un importante obstáculo para la creación de "joint-ventures" en los *gastos de establecimiento* que tendría que soportar la nueva compañía. Estos sectores, en los que predominan empresas conjuntas creadas por grandes corporaciones estarían vedados a las PYME, teniendo en cuenta que la nueva sociedad resultante del acuerdo *joint-venture* no podría tener dicha consideración, en términos financieros, al carecer del requisito de independencia. Sin embargo, gozaría de la flexibilidad organizativa propia de las empresas nacientes.

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 (BLEEKE y ERNEST, 1995).

3. 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.). El problema que se presenta es doble: Cómo debe valorar la empresa receptora esos elementos patrimoniales y cómo se registra la contrapartida, en acciones, de los bienes aportados, es decir, cómo se valoran las acciones del negocio conjunto.

La normativa contable española no se pronuncia al respecto de ninguno de los dos dilemas, ni, en definitiva, si la transmisión del elemento implica la continuidad de la actividad que éste desempeñaba en la empresa transmisora. El artículo 38 de la Ley de Sociedades Anónimas prescribe la peritación de los bienes, lo que implica necesariamente el afloramiento de los valores de reposición. Sin embargo, la Ley de sociedades de responsabilidad limitada, admite otra valoración, siempre que sea consensuada.

Otra cuestión es determinar si efectuar una aportación no dineraria equivale a una permuta de inmovilizado material. En función de esto, la Resolución de 27 de julio de 1992 del ICAC, la participación se valorará de acuerdo con el valor contable de los elementos patrimoniales aportados a cambio, minorado por la amortización acumulada, con el límite máximo del valor contabilizado para dichos bienes en la sociedad receptora. Ésta valorará las aportaciones recibidas al precio de adquisición, entendiendo por tal el valor neto contable u otro inferior.

Este exceso de prudencia valorativa en las normas contables no considera la relación existente entre una y otra sociedad, las complementariedades de sus negocios y otras

circunstancias. 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.

BIBLIOGRAFÍA

- ARAGÓN BUENO, E. y HARO PÉREZ, J. (2001): “Reflexiones sobre el tratamiento contable de los negocios conjuntos”. *Actualidad financiera*, enero, pp. 45-60.
- BLEEKE, J. y ERNST, D. (1995): “Is Your Strategic Alliance really a Sale?”, *Harvard Business Review*, enero-febrero, pp. 97-105.
- MAZARRACÍN BORREGUERO, R. y VILLANUEVA GARCÍA, E. (2002): *Tratamiento contable de las participaciones en empresas conjuntas*. X Encuentro de Profesores Universitarios de Contabilidad. Asociación Española de Profesores Universitarios de Contabilidad y Universidad de Santiago de Compostela. Santiago de Compostela.
- MILBURN, A. y CHANT, P. (autores principales) (1999): *G 4 +1 Special report, Reporting interests in joint ventures and similar arrangements*, Octubre.
- MIQUEL RODRÍGUEZ, J. (1998): *La sociedad conjunta: Joint venture corporation*, Cívitas, Madrid.
- VALDÉS LLANEZA, A. y GARCÍA CANAL, E. (1995): *Las empresas conjuntas y la pequeña empresa española: El caso de las acciones colectivas promovidas por el IMPI*. Información Comercial Española, n.º 746, octubre 1995.
- YAGÜE GUILLÉN, M. J. (1998): “La cooperación interempresarial: Fusiones, adquisiciones y alianzas estratégicas”, *Economía Industrial*, n.º 320, pp. 65-75.

Parte III:

LA VALORACIÓN DE EMPRESAS Y EL INTERÉS PÚBLICO

Capítulo Décimo-tercero

LA VALORACIÓN DE ACTIVOS Y EMPRESAS REVERTIBLES

- 13.1. Reflexiones acerca del interés público y los fines del Estado
- 13.2. Significado del concepto de reversión
- 13.3. Valoración de activos revertibles
- 13.4. Valoración de empresas con activos revertibles
- 13.5. Valoración de empresas revertibles.

Bibliografía

Capítulo Décimo-cuarto

PRIVATIZACIONES

- 14.1. Nociones previas
- 14.2. Procesos de privatización. La Oferta Pública de Venta
- 14.3. El precio de venta y el interés público.
- 14.4. La denominada ‘acción de oro’
- 14.5. Mercados financieros y privatizaciones.

Bibliografía

Capítulo Décimo-quinto

NACIONALIZACIONES

- 15.1. Importancia histórica
- 15.2. Nacionalización, expropiación e intervención
- 15.3. El problema del justo precio
- 15.4. Mercados financieros y nacionalización

Bibliografía

Capítulo Décimo-sexto.

LA VALORACIÓN DE PYME Y LOS NUEVOS MERCADOS

- 17.1. Importancia de las PYME en la Economía de la Empresa
- 17.2. Particularidades de la valoración de PYME.
- 17.3. Las posibilidades de financiación y los nuevos mercados financieros

Bibliografía

Capítulo Décimo-séptimo.

LA VALORACIÓN Y EL CAPITAL INVERSIÓN.

- 17.1. Razón de ser del Capital Inversión
- 17.2. Clasificación de los operadores del sector
- 17.3. El fomento de la actividad inversora y la salida a Bolsa.

Bibliografía

Capítulo Décimo-octavo.

LA VALORACIÓN DE EMPRESAS EN DIFICULTADES.

- 18.1. Introducción
- 18.2. Valor y precio de una empresa con pérdidas
- 18.3. Oportunidades de Reestructuración y supervivencia

Bibliografía

Capítulo Décimo-tercero.

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. En Chile, país de las privatizaciones, la industria principal y característica (la extracción del cobre) ha sido una empresa nacional, incluso en tiempos de Pinochet y, desde la perspectiva actual, podemos afirmar que ha sido esta circunstancia, más que la privatización de otras empresas, la que ha permitido al país conservar su riqueza patrimonial y salir adelante como un país desarrollado.

Las líneas de ferrocarril son un ejemplo de empresas estratégicas, cuya peculiaridad consiste en que siguen sin privatizarse porque no ofrezcan suficiente rentabilidad o porque no permiten el ejercicio de la concurrencia al capital privado. En muchos casos, se trata de monopolios (o infra-monopolios) naturales, debido a razones tecnológicas o al enorme montante de la inversión y los grandes riesgos, en relación con las expectativas de resultados.

Las concesiones administrativas (con las que surgen los activos y empresas revertibles) son una tercera vía de realización de actividades para las administraciones públicas o en su nombre, pero mediante la inversión de capital privado. Al igual que las nacionalizaciones o las privatizaciones, pueden ser objeto de connivencia, fraude o despilfarro, pero la idea general de las concesiones suele suscitar menos rechazo que cualquiera de las dos figuras jurídicas mencionadas.

En cualquier caso, es interesante no perder de vista que los beneficios de una empresa rentable que se privatiza o de una explotación que se concede dejan de ser ingresos de los presupuestos públicos. La suma actualizada de los resultados previsibles en tales negocios tendría que ser comparada con el ingreso inmediato por su venta, para establecer si realmente el erario gana o pierde valor patrimonial. “Los resultados obtenidos revelan... una significativa infravaloración de los precios ofertados” en los procesos de valoración en España, mediante Oferta Pública de Venta (Arcas y Ruiz, 2000, p. 321).

A raíz de esto, cabría preguntarse si las oportunidades de inversión y, por ende, las posibilidades de financiación para el capital privado son superiores a las del capital público y, sin entrar en valoraciones con respecto al fenómeno, a qué puede deberse. Se puede propiciar una respuesta a esta pregunta mediante un indicio emanado de los ‘criterios de convergencia’ establecidos en Maastricht y en el ‘pacto de estabilidad’ poste-

rior. Debido a la obligación de mantener las cifras de déficit y endeudamiento público en determinados porcentajes máximos, no con respecto a los gastos o ingresos públicos, como sería lógico, sino en términos del P.I.B., se dimensiona al sector público con relación a la economía nacional, impidiendo que adquiriera importancia y poder de intervención económica. Es relevante el hecho de que las Administraciones públicas tal vez no puedan endeudarse, con relación a sus cuentas, en un porcentaje que les permita apalancar al máximo las inversiones productivas y obtener, con ellas, una rentabilidad financiera de aplicación pública; previsiblemente pasarán a convertirse en meras unidades de ahorro y consumo, a modo de economías domésticas comunales.

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. El primero es la consideración del precio estipulado como justo para los intereses del administrado (la otra parte de la operación), en el sentido de que no sufra un perjuicio derivado de las potestades legales o la capacidad económica de la Administración. El reverso de este problema sería el excesivo lucro que pudiera derivarse de la connivencia entre ambas partes contratante, en detrimento del contribuyente (caso de las privatizaciones post-comunistas en Rusia) o en virtud de un sometimiento de poderes públicos débiles (especialmente, administraciones locales) a los intereses de corporaciones empresariales poderosas.

Independientemente de estas discusiones sociopolíticas, en todo lo que comentemos en los epígrafes siguientes, es preciso tener presente que las concesiones administrativas y aquellas que se pueden derivar (nacionalizaciones, reprivatizaciones, etc.) están sometidas a un término o vencimiento que requiere métodos de valoración dinámicos, es decir, relativos al valor actual de cantidades futuras.

2. SIGNIFICADO DEL CONCEPTO DE REVERSIÓN

En determinadas concesiones administrativas, se establece que a su término el concesionario deba restituir a la Administración los inmovilizados (p. ej., elementos de transporte urbano) de la explotación en un determinado estado de uso o con un determinado valor. En otras, se acepta la total reversión (nacionalización) del negocio, cuya explotación pasa a ser pública (por ejemplo, autopistas de peaje).

Al valorar un negocio con activos revertibles, 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.

Cuando la reversión afecta al conjunto de la explotación (empresa revertible), ésta tendrá que valorarse con un horizonte temporal limitado, lo cual puede dificultar la aplicación de algunas de las fórmulas que hemos estudiado. En concesiones de servicio y obra pública, en las que el periodo de explotación es muy largo (p. ej., 30 años), la ex-

plotación es asimilable a empresas de duración ilimitada, en la aplicación de cualquier modelo definido con esta suposición. La reversión de empresas es una modalidad de transmisión que ha sido determinada antes de la creación de la sociedad, por lo tanto, a su titular no suele interesarle el “valor de la empresa en el mercado”, pero puede calcular el *valor venal* que tendría el negocio del que va a desprenderse, a fin de descontarlo en la valoración actual de la inversión o del conjunto de su empresa. Es especialmente en los últimos periodos de la concesión, en que la empresa está desinvirtiendo y no tiene intención de volver a acudir al mercado de capitales, cuando el precio de las acciones en el mercado suele disminuir drástica y caóticamente, a menos que la empresa sea de la suficiente entidad como para suponer que va a seguir viviendo de otras concesiones y a renovar la licencia actual.

En la valoración, será necesario considerar las posibles complementariedades que pudiera tener la explotación del servicio público para otros negocios de su propiedad (por ejemplo, en el caso de las autopistas, si el concesionario tiene negocios de transporte, tendrá una ventaja en costes). Para que esa ventaja no suponga competencia desleal, pueden existir normas que restrinjan determinadas oportunidades de inversión adicionales. En cualquier caso, la obtención o renovación de una concesión administrativa puede repercutir en las cotizaciones de las candidatas, al igual que su pérdida o finalización.

Por otra parte, la empresa objeto de reversión puede ser propiedad de una Sociedad concesionaria. La transmisión del negocio por parte de ésta suele padecer restricciones legales o administrativas, pero la empresa titular de la explotación puede cotizar normalmente sus acciones en el mercado de valores y cambiar de propietario. Cuando la empresa se constituye expresamente para la concesión, puede establecerse la limitación de un porcentaje de capital que no debe estar sujeto a negociación, de forma que el candidato que ganó el concurso público no pueda transmitir libremente el conjunto de sus derechos y obligaciones personales. Esto se debe a que, en el concurso público, el candidato fue seleccionado por sus características singulares, en detrimento de otros aspirantes.

3. 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.

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 adminis-

trativos. La reversión no suele identificar de forma individualizada a dichos activos, sino que establecen sus características, entre ellas, normalmente, que estén en perfecto estado. Por lo tanto, cuando la empresa dota el fondo de reversión, se supone que de esta forma está financiando la reposición de bienes inmovilizados nuevos, similares a los que en la actualidad se están utilizando en la empresa. Por eso, la valoración de los activos teóricamente afectos a reversión no sólo debe hacerse conforme al principio del precio de adquisición, sino que ha de registrar las posibles correcciones valorativas que, en virtud del principio de prudencia, deban obedecer a razones de mercado.

Ahora bien, cuando la empresa ha comprado o construido un activo fijo nuevo con la finalidad de cumplir esta cláusula concesional, puede entenderse afecto a dicho cumplimiento. En ese caso, también se valora por el precio de adquisición, pero no procedería dotar correcciones valorativas reversibles (provisiones por depreciación), ni debidas al uso sistemático (amortización).

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.). No es el mismo caso el de una explotación que cambia de concesionario, siempre que esto sea posible de conformidad con la convocatoria y con la debida autorización por parte de la Autoridad concedente. Aunque se trata de una distinción meramente jurídica, la denominada Economía del Derecho, debida principalmente a Coase (1994), demuestra que el régimen jurídico puede actuar como una cualidad intrínseca de aquellos bienes cuyos precios se forman en el mercado teóricamente libre.

Por eso, cuando una empresa paga a otra por la titularidad de una concesión administrativa, el efecto no suele ser el mismo que cuando compra o absorbe a dicha empresa. Tendrá que valorar la concesión por el coste de adquisición, que posiblemente incluye un sobreprecio para la anterior concesionaria y una indemnización para la administración. Sin embargo, si es la propia empresa concesionaria la que cambia de propietario, el precio de adquisición de la concesión administrativa no tiene por qué variar, ni tampoco el importe de la reserva dotada (fondo de reversión). La deducción fiscal de su dotación puede ser distinta ente la opción de adquirir la concesión y la de adquirir a la empresa concesionaria, puesto que en el primer caso, la dotación para constituir el importe del activo revertible se haría de forma acelerada. Esto haría que la rentabilidad financiero-fiscal de dicha adquisición sea superior a la primera opción. Por este motivo, el valor de la empresa adquirente puede ser mayor en este caso que en de la adquisición de empresas concesionarias.

En ambos casos, la valoración de ambas empresas cambiará. La solvencia de la compradora se verá comprometida por la obligación de dotar un fondo de reversión, mientras que la solvencia de la segunda se verá incrementada. Como ya se explicó en capítulos anteriores, la solvencia de una empresa incide en el valor de sus acciones. No obstante, las expectativas de beneficios futuros pueden haber aumentado para la nueva concesionaria y disminuido para la anterior. En el equilibrio de estos dos efectos se situará el nuevo valor de mercado de cada una de las empresas y siempre es de esperar que ambas empresas vean incrementado su precio de mercado para los inversores.

Es preciso notar que en el proceso de compra de la empresa concesionaria, la existencia de este tipo de activos debe ser ignorada y su importe deducido de la información ofrecida en el activo del balance. De la misma forma, a efectos valorativos de conjunto ajenos a la finalidad contable, también deberá ser anulado el importe constituido, hasta la fecha de valoración, de la reserva denominada “fondo de reversión”. La empresa compradora adquiere un bien que no tiene carácter estricto de activo, sino que es más bien una tenencia de objetos de los que no dispondrá libremente, es decir, no podrá hacerlos líquidos. Por eso, en aquellos casos, en que el fondo de reversión esté dotado de modo insuficiente, la empresa adquirida puede aparentar un valor excesivamente optimista, teniendo en cuenta que dichos activos revertirán.

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).

5. 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. Es de suponer que la cotización de dichas acciones oscilará en torno a ese valor de rescate de la concesión.

Es posible que en las condiciones de rescate no se establezca un importe a tanto alzado para el precio de la nacionalización, sino unas pautas para la determinación de lo que se entenderá como precio de mercado y sobre el cual se realizará una determinada rebaja, a favor de la Administración pública. Ambos sistemas de tasación plantean la posibilidad de desviación de los fines de las Administraciones públicas, comentados den el primer apartado, especialmente, cuando se trata de administraciones locales.

BIBLIOGRAFÍA

DUPLÁ MARÍN, M. J. (2004): *Dotaciones para la recuperación de activos revertibles como deducibles del Impuesto de Sociedades*. Universidad Pompeu Fabra, Departamento de Derecho. Tesis doctoral ISBN 84-699-9253-8.

Real Decreto 1643/1990, de 20 de diciembre, por el que se aprueba el Plan General de Contabilidad (B.O.E. 310, de 27 de diciembre).

Real Decreto legislativo 4/2004, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley del Impuesto de Sociedades.

Capítulo Décimo-cuarto.

PRIVATIZACIONES

1. NOCIONES PREVIAS

El concepto de privatización es tan conocido como fácil de definir. En términos generales, consiste en la venta de empresas que han sido constituidas o, en su caso, nacionalizadas por el Estado u otro ente público a propietarios de capital privado. El proceso de privatización puede ser consecuencia de otro previo de expropiación de empresas, como sucedió en el caso RUMASA. La empresa privatizada suele estar constituida como sociedad mercantil, normalmente, Sociedad Anónima, y puede estar admitida a cotización en mercados bursátiles, teniendo un porcentaje determinado de socios minoritarios. El término “privatización” fue utilizado, al menos, desde 1968 en medios especializados (Drucker, 1978, pp. 234 - 235) y algo después en documentos oficiales.

El alcance y las consecuencias de este fenómeno son menos conocidas y las nociones generalmente aceptadas, bastante prejuiciosas. El éxito de las privatizaciones, en cuanto a cifras macroeconómicas, que la política neoliberal tuvo en Gran Bretaña en los años 80 (Margaret Thatcher fue elegida en 1979) saltó el Atlántico (Reagan asume el poder en 1980).

En España, donde el régimen autoritario había creado gran cantidad de fábricas y polos industriales, en parte como consecuencia del periodo de autarquía, era de esperar que empezase a darse este proceso en empresas estatales, de las que SEAT, en 1986, fue la primera gran empresa en privatizarse. Es el tamaño de las empresas privatizadas el principal factor de notoriedad de los procesos de privatización y, consecuentemente, uno de los motivos por los que un tema inicialmente económico ha trascendido a la sociedad, teniendo en cuenta el gran número de trabajadores que podrían verse afectados por la entrada de nuevos propietarios.

Son un recurso muy usual en los Estados de nuestro entorno, debido a la reciente necesidad de cumplir con unos criterios de convergencia económica, de cara a la implantación del euro y el subsiguiente pacto de estabilidad. La venta de empresas públicas supone una entrada momentánea de liquidez que puede reducir drásticamente el déficit público y el nivel de endeudamiento del Tesoro. Aparte de eso, en los años 80 y 90 se dice que se convierte en una moda económica⁴.

La dimensión política de este fenómeno alcanza a la consideración del carácter público de servicios que presta el Estado, especialmente los relacionados con la sanidad, la educación, la defensa o la seguridad. Otras actividades empresariales pueden considerarse esenciales, en términos de infraestructura (industrias estratégicas) o sociales (creación de empleo, precios públicos). El resto de actividades que realiza el Estado se reali-

⁴ En Estados Unidos, Donahue habla de “*renovado entusiasmo cultural*” (1991, p. 17).

za en régimen privado y en forma de sociedad mercantil. El tema de la radio y teledifusión, como servicio público y, en consecuencia, como ente público, está en tela de juicio (propriadamente, en juicio, puesto que, en el momento actual, rtve está denunciada por competencia desleal).

Se suele entender que la persecución de fines sociopolíticos hace ineficientes a las empresas públicas. Normalmente, por este motivo, la privatización se percibe como preludeo de despidos. Antiguamente, existía la posibilidad de que el sector público sufragase las pérdidas de las empresas del Estado, a fin de mantener puestos de trabajo. Ese recurso al presupuesto público se ha considerado también un elemento desincentivador de la eficiencia empresarial. Desde el fin del periodo de adhesión de España a la Comunidad Europea, las subvenciones a empresas públicas o privadas, salvo las que responden a determinadas políticas comunitarias, están prohibidas, porque suponen competencia desleal.

Es aspecto más indeseable de las privatizaciones es que el sector público ha de renunciar a los beneficios anuales de empresas que son competitivas y por el contrario afrontan, con cargo a presupuestos públicos, el mantenimiento de sectores con pérdidas, como el ferrocarril, en que la empresa privada no fue capaz de establecerse. En muchos casos, se trata de monopolios naturales, especialmente debido al montante de la inversión y los grandes riesgos, en relación con las expectativas de resultados. Constituyen infraestructuras de las que a veces los principales usuarios eran los propios empresarios.

2. 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. Modernamente, siempre existen accionistas minoritarios, antes de que se anuncie la privatización, puesto que la empresa pública ha revestido forma de sociedad mercantil. Aunque todo el capital esté compuesto por acciones, el anuncio de privatización supone una puesta en circulación de acciones que estaban permanentemente poseídas por el socio mayoritario. Cabe preguntarse cómo valora el accionariado privado el anuncio de privatización total o cómo evoluciona en el mercado una empresa en proceso de privatización por fases. Al realizarse una Oferta Pública de Venta (OPV) siempre se ofrece una rebaja al nuevo accionista, lo que se traduce en una pérdida de valor para el Estado.

Otro asunto interesante, en el que no vamos a entrar es cómo reciben la noticia de la adquisición los accionistas minoritarios de la empresa privada (por ejemplo, un banco) que consiga convertirse en nuevo propietario de la sociedad privatizada.

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 relacionarse con la eficiencia operativa, con la creación de empleo y con los procesos de concentración o regulación en los mercados. Tanto en caso de nacionalización como de privatización, habrá que valorar las particularidades de cada caso. Dependiendo de cambios políticos, una misma empresa podría nacionalizarse y privatizarse alternativamente. Aun así, actualmente, la práctica más generalizada es la de la privatización.

Son los criterios políticos los que determinan la naturaleza de los servicios al público y el carácter estratégico de los sectores. En cualquier caso, si la empresa pública es constituida como sociedad mercantil y no como "Ente" de Derecho público, la especial protección que se otorgue a una determinada actividad alcanza por igual a todas las empresas del sector. Éste es, modernamente, el caso predominante en España y nuestro entorno. La cuestión controvertida puede estar más bien en la forma de privatizar, empezando por el precio de venta de las acciones pertenecientes al sector público y siguiendo por la transparencia y concurrencia en el procedimiento de adjudicación.

Es frecuente la pérdida de control público mediante la ampliación de capital con cotización oficial. En estos casos, como se ha comentado, suele darse gran publicidad mediática al proceso de salida a Bolsa, a fin de reclamar el concurso del pequeño inversor. Los procesos de privatización están estrechamente relacionados con fenómenos de "capitalismo popular", que consisten en ofrecer a las economías domésticas, mediante medidas activas de propaganda (no sólo la mera publicidad legal de la emisión) los paquetes de acciones que van saliendo a la venta (caso de Telefónica, Iberia, Repsol, Argentaria, etc.).

En la reciente historia de España (la última legislatura acabada) el criterio seguido por el Gobierno de la nación ha sido, más que ideológico, político y económico. Su aspecto político viene impuesto por la necesidad de cumplir con los criterios de convergencia pactados en Maastricht. El aspecto económico deriva de la imposición, entre esos criterios, de un determinado déficit público máximo. La privatización de una empresa como Telefónica, Iberia, Tabacalera o Argentaria supone un ingreso cuantioso para las cuentas del Estado. Este ingreso es mayor en la medida en que lo sea el tamaño de la empresa privatizada. Existen otros pretendidos criterios, aparte del tamaño, que determinan si una empresa es privatizable.

Los motivos apuntados por el gobierno para plantear el plan estratégico de privatizaciones eran de índole extraeconómica, inductores o inducidos por los prejuicios culturales de los que venimos hablando y que carecen de fundamento material o económico: Las limitaciones del sector público, la desaparición de determinados monopolios naturales a causa de cambios tecnológicos o cuestiones inconexas como la propia apertura de los mercados al exterior.

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. En su afán por ser eficiente, la Administración puede cometer injusticias frente al administrado. En sentido contrario, el excesivo celo a favor de la contraparte (el comprador, en caso de privatizaciones, el expropiado, el concesionario de servicio público, etc.) puede incurrir en connivencia y despilfarro y perjudicar el interés público. La injusticia en uno u otro sentido puede ser demostrable por procedimientos diversos admitidos en Derecho, pero en la mayoría de los casos, el argumento que se esgrime es el precio de dichas transacciones; hay quienes creen que el precio refleja la injusticia en la adjudicación (de acciones, indemnizaciones, concesiones, puestos, cargos, etc.), pero generalmente, la imperfección o inexistencia de mercados hace muy difícilmente defendible el argumento del precio. Esto no significa que se deba sobreeser el problema y darlo por irresoluble. Lo ideal sería conseguir asimilar los procesos, en la medida de lo posible, a los mercados, en transparencia, libertad, competencia, amplitud, etc.

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.

En todo caso, 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.

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. Eso ocurre, por ejemplo, en el transporte urbano de una ciudad lo suficientemente pequeña como para que tal actividad constituya un monopolio natural.

En la adjudicación del servicio o, en caso de empresa pública, en el nombramiento de administradores, es donde se podría discutir si ha existido mayor o menor competencia.

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. Por razones pragmáticas, el sector público, a medida que se desprende de actividades, tiende a garantizar al ciudadano el funcionamiento de los mercados, mediante normas reguladoras y organismos fiscalizadores de la competencia. En el caso de las farmacias, en su fase de distribución, no existe ninguna que sea de titularidad pública y sin embargo el acceso al sector y el ejercicio de las actividades están muy reglamentados.

La privatización de empresas de comunicaciones requiere, paralelamente, una progresiva regulación que establezca ciertas garantías para el consumidor. Ese proceso es el que se tuvo que establecer, en el caso de España, al eliminar el monopolio legal en telecomunicaciones. La telefonía vivió primero un proceso de liberalización, paralelo a la creación de una regulación específica y, posteriormente, la privatización de Telefónica, S.A., que ya había dejado de ser un monopolio. Este caso importante, aunque singular, puede ser una de las principales causas de la asociación conceptual entre la privatización y la entrada de nuevos competidores, a pesar de que la liberalización fuese anterior a la privatización. Por otra parte, la liberalización del sector no constituyó un requisito legal para que la empresa pudiera ser privatizada, sino una especie de garantía de que no existiría en ningún momento un monopolio de carácter privado.

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 (Ver 1.4) y que el factor humano lo es menos que el capital tecnológico. La compra de una empresa pública suele asociarse a la posterior reconversión de un proceso intensivo en mano de obra —y, por lo tanto, caro— en otro intensivo en capital inmovilizado.

Aparte de eso, no hay motivo para considerar la política de empleo como un objetivo propio de una sociedad mercantil, por más que sea de propiedad pública. De todos modos, sí es cierto que pueden 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. Ello no faculta, empero, a los poderes públicos para subsidiar pérdidas originadas en una sociedad mercantil, con menoscabo de sus competidores (Ver 1.5).

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 preludeo de despidos. Antiguamente, existía la posibilidad de que el sector público sufragase las pérdidas de las empresas del Estado, a fin de mantener puestos de trabajo. Ese recurso al presupuesto público se ha considerado también un elemento desincentivador de la eficiencia empresarial. Desde el fin del periodo de adhesión de España a la Comunidad Europea, las subvenciones a empresas públicas o privadas, salvo las que responden a determinadas políticas comunitarias, están prohibidas, por suponer competencia desleal.

La permanencia de la presunción de ineficiencia, a pesar de la conocida política comunitaria anti-subsidación proviene, tal vez, del hecho de que, normalmente, las empresas que se privatizan son las que el capital privado está interesado en adquirir, es decir aquellas que son rentables y que, por lo tanto, pueden suponer al Ente privatizador un precio de venta interesante, en cuanto a ingresos. En el caso de Telefónica, S.A., tenemos un claro ejemplo de una empresa pública que resulta atractiva al capital privado (teniendo en cuenta un desembolso equivalente o similar al valor de cotización de sus acciones). La consecuencia de este fenómeno es que las empresas que quedan en poder de los entes públicos son aquellas que tienen pérdidas y que se mantienen para evitar conflictos sociales o bien se trata de servicios tradicionales constitucionalmente considerados propios del sector público.

A veces, algunas de estas actividades o servicios tradicionalmente públicos empiezan a autofinanciarse, como consecuencia de mejoras tecnológicas, coyunturas de demanda, etc. En la educación y la sanidad, así como en la seguridad y en determinados sectores relacionadas con la defensa, las comunicaciones y las infraestructuras en general, hay parcelas de actividad que la frialdad numérica del retorno sobre el capital ha ido haciendo atractivas para la inversión privada. En muchos casos, las empresas han surgido para dedicarse exclusivamente a explotar concesiones administrativas; en otros muchos, incluso se han ido creando empresas privadas para prestar servicios antaño públicos, como los de seguridad y vigilancia, que ahora se desempeñan en las propias Administraciones públicas e incluso en edificios e instalaciones adscritos al ejército.

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 empre-

sarial, las actividades estratégicas, culturales, etc. se otorgarán con independencia del régimen de propiedad de cada empresa. Esta prohibición hace mucho tiempo que entró en vigor en España. Sin embargo, por algún motivo, se sigue creyendo que una empresa goza de una posición de partida con mayores oportunidades, por el hecho de financiarse con cargo a presupuestos públicos. Antes al contrario, como se ha indicado, la empresa pública ha de ser pionera en diversas tecnologías arriesgadas o tener objetos sociales que obedezcan más a criterios políticos que de rentabilidad.

4. 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. Este instrumento (Ley 5/1995 de 23 de marzo sobre Régimen Jurídico de Enajenación de Participaciones Públicas en Determinadas Empresas) consistió en una norma que atribuía al antiguo propietario (el Estado) derecho de veto a las posibles re-transmisiones 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. A este tipo de cláusulas se lo conoce como acción de oro o “golden share”.

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. La denuncia se interpuso por considerar que determinadas disposiciones de la legislación española sobre la inversión en empresas privatizadas constituyen restricciones injustificadas a la libre circulación de capitales y al derecho de establecimiento contrarias al Tratado de la Unión Europea. El Tribunal Europeo ya falló contra una acción de oro que el Gobierno italiano mantenía sobre una empresa privatizada; por este motivo, es de esperar que vuelva a fallar en contra de la acción de oro.

5. 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".

Muchas veces no se le informa convenientemente de los riesgos que corre. El inversor menos informado es el que menos gana y el primero en perder (Rock, 1986), entre

otros motivos, porque los títulos privatizados con mayor infravaloración se ofrecen en los tramos institucionales de las ofertas públicas, a los que no pueden acceder los particulares. 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. Eso también es criticable desde el punto de vista del que paga impuestos: Gravar las rentas del trabajo para asegurar las del capital.

Se ha citado (Arcas y Ruiz, 2000, *inter alia*) como "fin" del capitalismo popular, "favorecer la participación de los pequeños ahorradores", como si se diera por sentado que es de interés de dichos ahorradores participar en la institución emblemática del capitalismo: La bolsa. Tanto es así, que hasta las entidades supuestamente benéficas (Iglesia Católica, Manos Unidas, ONCE, etc.) colocan en el mercado de valores los fondos donados por sus benefactores. Sin embargo, dicha participación no es un fin en sí misma; en otros trabajos previos (Galindo, 2003) he recogido cuatro finalidades primordiales, de carácter material:

- a) Garantizar el éxito de los procesos de privatización. Si una oferta pública de venta o emisión de acciones fracasase, el emisor o vendedor (el Estado) tendría que soportar los costes fijos de la operación y volver a intentarlo. Para evitar esto, suele preferir realizar una inversión de *marketing* financiero, en campañas publicitarias.
- b) Conseguir un accionariado disperso sin posibilidad de ejercer ningún control sobre la compañía. Esto garantiza el control por parte del estado durante los primeros tramos de la oferta pública y, a veces, el control final de la compañía por grupos bancarios u otros intereses predilectos del poder ejecutivo.
- c) Proporcionar liquidez a los títulos, una vez colocados, lo cual facilita la colocación de los siguientes tramos, al hacer más atractivos dichos títulos.
- d) Los poderes públicos pretenden sostener el hecho consumado de la volatilidad financiera con nuevos inversores, reduciendo temporalmente el riesgo a corto plazo y prolongando las posibilidades de beneficio de los inversores mejor informados; postergando y amplificando, en definitiva, el inevitable Crack.

Además, Merton H. Miller (1923-2000), economista estadounidense, premio Nobel de Ciencias Económicas en 1990, demostró que las grandes empresas ofrecían sus emisiones de títulos preferiblemente a personas de rentas bajas e instituciones exentas o con bonificación, debido a que el tipo impositivo que estas pagan resulta menor que el de los grandes inversores. De este modo, las empresas emisoras pueden permitirse remunerar con menores intereses y dividendos a dichas personas físicas y jurídicas (Miller, 1977).

BIBLIOGRAFÍA

- ÁLVAREZ OTERO, S. (2000): “Las privatizaciones españolas mediante oferta pública inicial”, *Actualidad Financiera*. Abril, pp. 17 – 30.
- ARCAS PELLICER, M. J. y RUIZ CABESTRE, F. J. (2000): “Las privatizaciones en el mercado bursátil español: Reacciones de precios y volúmenes de contratación”. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*. Vol. XXIX, nº 104, abril – junio, pp. 321 – 344.
- BARNAY, A. Y CALBA, G. (1990): *Cómo valorar una empresa*. Francisco Casanovas Editor. Barcelona.
- BEL, G. (1998): “Los costes financieros de la privatización en España”. *Información Comercial Española*, num. 772, pág. 125-144.
- BEL, G. y COSTAS, A. (2000): *La privatización y sus motivaciones en España*. Universidad de Barcelona.
- BRILMAN, J. y MAIRE, C. (1990): *Manual de Valoración de empresas*. Díaz de Santos. Madrid.
- BUTLER, S. M. (1985): *Privatizing Federal Spending: A Strategy to Eliminate the Deficit*. Universe Books. Nueva York.
- CUERVO GARCÍA, A. (1997): “La empresa pública. Razones que explican su ineficiencia y privatización”. *Economistas*, nº 75, pp. 87 - 88.
- CUERVO GARCÍA, A. (1997): “Las privatizaciones en España”. *Cuadernos de información económica*, nº 119, pp. 10-23.
- DE LA DEHESA, G. (1992): “Privatización europea: el caso de España”. *Información Comercial Española*, nº. 707, pp.. 55-71
- DONAHUE, J. D. (1989): *La Decisión de Privatizar. Fines públicos y medios privados*. Paidós Ibérica. Barcelona.
- DRUCKER, P. (1978): *The Age of Discontinuity*. Harper & Row. Nueva York.
- ESTACHE, A. (1999): “Privatización y regulación de infraestructuras de transporte. Un panorama de las experiencias de los años 90”. *Papeles de Economía Española*, nº 82.
- EZQUIAGA, I. (1998): “Las privatizaciones y el presupuesto del Estado”. *Cuadernos de Información Económica*, nº. 135, p. 105-111.
- FMI (1998): *Impacto macroeconómico de la privatización*. Boletín FMI, nº 6.
- GALINDO LUCAS, A. (2003): *Aspectos culturales y materiales relativos a las privatizaciones en España*. En *Economía de Mercado, virtudes e inconvenientes*. eumed.net.

GÁMIR, L. (1998): "Privatizaciones, eficiencia y transparencia". *Información Comercial Española*, n.º. 772, p. 27-44.

GÁMIR, L. (1999): Las privatizaciones en España. Pirámide.

GARCÍA MORALES, F. (2001): "Las privatizaciones. Economía política de la subasta de América Latina". *Globalización*. ISSN: 1605-5519. (<http://rcci.net/globalizacion/fg035.htm>).

Información Comercial Española (1998). Monográfico sobre privatizaciones, n.º 772.

Ley 5/1995 de 23 de marzo sobre Régimen Jurídico de Enajenación de Participaciones Públicas en Determinadas Empresas

MAÑAS, L. A. (1998): "La experiencia de una década de privatizaciones". *Información Comercial Española*, n.º. 772, p. 145-175.

MILLER, M. H. (1977): "Debt and Taxes", *Journal of Finance*, vol. XXXII, n.º 2, mayo, pp. 261-275.

PÉREZ SERRANO, J. y GALINDO LUCAS, A. (2002): *El capital intangible en el nuevo paradigma global*. Ponencia al II Seminario Internacional "Nuestro Patrimonio Común". Cádiz.

Capítulo Décimo-quinto.

NACIONALIZACIONES

1. IMPORTANCIA HISTÓRICA

Históricamente, la práctica de la nacionalización se ha dado más con respecto a la tierra, bajo el nombre de “desamortización”, que con empresas (lo cual equivale a decir que se ha expropiado más al terrateniente que al capitalista). 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. El caso más citado es el de Rumasa, en los años 80.

Los intentos de desamortización de latifundios, por motivos sociales, que jalonaron el forcejeo político de España en el siglo XIX (especialmente en regiones como Andalucía) no fue otra cosa que un intento de nacionalización. El trazado de carreteras y otras obras públicas también fue un motivo de fricción entre explotaciones privadas y el interés público.

En el ámbito político, el siglo XX ha conocido otro matiz reivindicativo, relacionado con el fin de las prácticas imperialistas de las grandes potencias. Las nacionalizaciones son un fenómeno asociado al triunfo de regímenes nacionalistas o socialistas de economía planificada, por ejemplo, el ascenso al poder en Egipto de Nasser, en 1952 (nacionalización del Canal de Suez en 1956) o la Revolución Socialista Cubana de 1959. En Venezuela el alcance político de este tipo de medidas es aún más actual y, por lo tanto, muy luctuoso.

2. NACIONALIZACIÓN, EXPROPIACIÓN E INTERVENCIÓN

Igual que las privatizaciones, se trata de un tema polémico y sumamente interesante debido a sus implicaciones sociopolíticas. Viene a consistir en una operación de signo contrario a aquéllas, pero con similares argumentos, los detractores de las nacionalizaciones han alertado del peligro de que la justificación no se busque en criterios de eficiencia social, sino de enemistad política o rivalidad del expropiado con capitalistas acólitos al poder político.

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.

La expropiación es una posibilidad contemplada en la Constitución española, con expresa necesidad de que esté justificada y de que existan unas garantías (artº 33.3). En

la legislación de casi todos los países, el cálculo del justo precio suele remitirse a criterios de mercado, aunque en movimientos de tipo revolucionario se ha argumentado la inexistencia de mercado, para ejercitar prácticas que acá se consideran confiscatorias. En la aplicación de métodos de valoración radican gran parte de las posibles discrepancias entre Administración y expropiado.

Aunque pueda parecer que las expropiaciones (o nacionalizaciones) son un asunto del pasado, a nivel local, las pequeñas propiedades están supeditadas a la planificación urbanística y, por lo tanto, al partido que gobierna en cada momento.

La existencia de empresas o propiedades manifiestamente mal gestionadas suele plantear a las Autoridades una solución menos conflictiva y, por lo general, más barata que las expropiaciones: La intervención legal, mediante la destitución y reemplazo de los actuales administradores. Habida cuenta de que los propietarios permanecen en sus derechos económicos, el nuevo equipo directivo se puede enfrentar a una caída en las cotizaciones, tanto de acciones como de obligaciones. Cabe la posibilidad de suspenderlas cautelarmente (Banesto), impidiendo la venta de los títulos, a fin de evitar tentaciones de OPA hostiles.

3. EL PROBLEMA DEL JUSTO PRECIO

En la actualidad, en proceso genérico de nacionalización afecta sobre todo a la expropiación de terrenos, pero si en él están instaladas empresas, la expropiación puede afectar al negocio completo. Esto es particularmente necesario en actividades cuya actividad se pueda demostrar que está íntimamente ligada al lugar donde se realiza, entonces el justo precio debe ascender a lo que se estimaría razonable pagar por la empresa o, en todo caso, a la indemnización por el perjuicio causado por el traslado (clientela afianzada, localización favorable a las ventas, etc.). En la práctica, al no ser comparables bienes inmuebles o —peor aún— empresas o negocios, ocurre que no existe un mercado al que se pueda consultar en estos casos. Por eso, los procesos de expropiación se resuelven en función del poder de negociación de cada propietario frente a la Administración.

En la resolución de estos conflictos entre expropiado y Administración, el veredicto de los jueces descansa casi siempre en el parecer experto de un perito, normalmente economista. En tal caso, el proceso de valoración se resuelve, de alguna forma, fuera del mercado, pero con la confianza en que el experto no se aleje de lo que él cree que diría el mercado. Por eso la tasación como proceso de valoración no es objeto de mucho comentario en este libro. Se supone que un tasador tratará de aplicar los modelos que se han explicado en la primera parte, suponiendo que existe una razonable confianza en los valores de las estimaciones. Estos datos proceden de variables, como el tipo de interés, que se supone que serán el resultado de una oferta y una demanda conocidas. El trabajo del perito es muy amargo.

4. 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. Esto sería contrario a determinados planteamientos políticos, como el célebre “Consenso de Washington”, sin embargo, no tiene por que ser contrario a los compromisos jurídicos, como el denominado “Pacto de estabilidad”, en el supuesto de que dicho ente o administración pública se encuentre con superávit presupuestario y decida argumentar la operación en el motivo político que crea más oportuno, normalmente, el rescate de puestos de trabajo, cuando la empresa en cuestión se encuentra en una crisis que amenaza con ocasionar regulaciones de empleo. Evidentemente, el lector observará que este caso es muy hipotético, teniendo en cuenta la política de *laissez faire* que practican hoy los Gobiernos

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 (esto podría denominarse “capitalismo popular de estado”). La evolución del valor de las acciones en el mercado puede depender de las expectativas acerca del precio indemnizatorio que puedan percibir los actuales accionistas. En tal caso, las expectativas de los accionistas que no vendieron se formarán con respecto a la eficiencia de la posterior gestión de la empresa nacionalizada.

También es factible que la empresa siga siendo privada, pero opte por deshacerse de aquellos negocios que no considera interesante y puede traspasarlos o venderlos al Estado para su nacionalización. Esto también puede traer repercusiones en el valor que los accionistas perciban de su inversión. Por último, el Estado podría, en vez de sufragar ineficiencias del sector privado, asumir determinadas fases productivas, de un modo que podríamos nombrar como “arrogaciones administrativas”. Esto supondría un exceso de participación del sector público en la Economía, no obstante, si analizamos a quién favorecen en último término algunas actuaciones del sector público, observaremos que las políticas de infraestructuras están destinadas a permitir el mejor funcionamiento de la actividad empresarial privada. Los inversores bursátiles aprecian la disposición de las autoridades locales a colaborar con la empresas en determinadas actividades en las que suelen tener ventajas competitivas, entre ellas, las encaminadas a asegurar el consumo. Por eso, el valor de la empresa puede verse incrementado ante determinadas inversiones públicas.

BIBLIOGRAFÍA

- BARNAY, A. y CALBA, G. (1990): *Cómo valorar una empresa*. Francisco Casanovas Editor. Barcelona.
- BREALEY, R. y MYERS, S. (1993): *Fundamentos de financiación empresarial*. McGraw- Hill, Madrid.
- BRILMAN, J. y MAIRE, C. (1990): *Manual de Valoración de empresas*. Díaz de Santos. Madrid
- SAUNOIS, T. (2005): *Venezuela: Nacionalizaciones y renovada amenaza de la contrarrevolución[sic.]*. socialistworld.net. (20/05/05).

Capítulo Décimo-sexto.

VALORACIÓN DE LAS PYME Y LOS NUEVOS MERCADOS(*)

1. IMPORTANCIA DE LAS PYME EN LA ECONOMÍA DE LA EMPRESA

Importancia cuantitativa de las PYME en la economía

La relevancia del tema del tamaño está estrechamente relacionada con la trascendencia de las PYME como colectivo. Aunque el carácter reducido de la dimensión empresarial pueda identificarse con la escasa importancia, a título individual, de una empresa en la economía, el conjunto de empresas que no son importantes adquiere un peso mayoritario en las variables macroeconómicas.

Es evidente que la idea que en este apartado defenderemos es la trascendencia de un fenómeno cuya naturaleza, como acabamos de exponer, no queda bien delimitada. Por ese motivo, no podríamos estar en condiciones de medir la importancia cuantitativa de dicho objeto de estudio, sin antes haber solucionado el problema de definirlo con exactitud. No obstante, podemos afirmar que a grandes rasgos, se tiene una idea intuitiva de lo que es la dimensión empresarial y, por lo tanto, en las delimitaciones conceptuales adoptadas comúnmente se encuentran aquellas empresas que responden a las expectativas sobre lo que son las PYME. Por su parte, la mayoría de las grandes empresas, por sus datos cuantitativos, no suelen admitir duda de que lo son. Por este motivo, aunque las clasificaciones oficiales de tamaños atiendan a criterios que podrían no ser los más adecuados, el predominio de las denominadas PYME en algunas variables estadísticas es tan evidente que sin duda cualquier otra clasificación nos indicaría un mismo reflejo de la situación.

En el conjunto de países de la OCDE, el número de empresas que se consideran pequeñas o medianas supera el 95% del total, medida la dimensión como un determinado número de empleados. En la mayor parte de los países, estas empresas asumen más del 60% del empleo (OCDE, 2000). En la Unión Europea, las empresas de menos de 250 empleados son unas 19.000.000 y representan el 99'8% del total de empresas (OCDE). Según esa misma clasificación, las PYME europeas generan el 66% de los empleos y facturan el 65% del volumen de ventas agregado (Martínez, 1998a). Además, aportan al Producto Interior Bruto el 75% del valor añadido (Marrero, 1998). Partiendo de la definición comunitaria, las PYME representan, en España, el 99'8% de la población empresarial y son responsables del 79'8% de la ocupación, el 62% de las ventas y el 60% del valor de las exportaciones (Ministerio de Economía, 2001).

(*) Los primeros apartados de este capítulo proceden de un trabajo dirigido por Manuel Larrán y Clara Cardone, a quienes siempre estaré agradecido.

Todas estas cifras reflejan la concentración entre empresas de las variables macroeconómicas, en general, pues para un porcentaje acumulado de empresas casi total, el empleo o las ventas no llegan a acumular dos tercios del total. Este dato es mucho más evidente para variables como el activo, puesto que el conjunto de dichas empresas apenas realiza un 20% de la inversión real total, según datos de la Central de Balances del Banco de España (2000).

Las PYME también destacan por su importancia en la creación de puestos de trabajo, con respecto a las grandes empresas (García et al., 2002). Eso puede deberse a que tienen menores costes salariales por trabajador (Salas, 1994). El papel de las PYME en la creación de empleo ha sido discutido en trabajos como Davis, Haltiwanger y Schuh (1994, 1996) y Storey (1994), quienes hablan de las “falacias de la distribución por tamaños” y a la “confusión frecuente entre los conceptos de creación bruta y creación neta de empleo”. En relación con la empresa española, existe un trabajo empírico (Ruano, 2001), en el que se verifica una tasa de creación de empleo inversamente proporcional al tamaño de la empresa.

Atendiendo al número de empleados, se ha comprobado que en España, la dimensión de las empresas es, por término medio, bastante inferior a la de las empresas europeas (Martínez, 1998a; Correa, González y Morini, 1998, inter alia). Eso aleja aún más a las PYME españolas de las teorías clásicas y neoclásicas “a lo Modigliani y Miller” (Salas, 1994), relacionadas con las cualidades eficientes de los mercados de valores y reclama la necesidad de adecuar al menor tamaño las teorías que tratan de imperfecciones como la asimetría informativa y los conflictos de intereses (Boedo y Calvo, 1997, Cardone y Cazorla, 2001, inter alia).

El elemento que explica la relevancia de las PYME en una economía determinada es, según García et al. (1997), la especialización sectorial de dicha economía, a pesar de que se admita “la tradición y la cultura empresarial de cada región” como un factor que interviene, de alguna forma, aunque no está claro si como causa o como consecuencia de dicha especialización. El hecho de que las empresas de menor dimensión predominen en países mediterráneos, como España, y que su tamaño sea menor que el de otros Estados comunitarios viene determinado por la especialización internacional de la economía española, en sectores donde el tamaño mínimo eficiente es reducido (comercio, turismo, servicios).

Importancia cualitativa de las PYME en la política industrial

La importancia del fenómeno PYME no es sólo de tipo cuantitativo, es decir, no sólo está relacionada con la capacidad de estas empresas de generar empleo, valor añadido, bases imponibles, etcétera, sino que radica también en la necesidad de protección oficial de la que adolecen, en virtud de determinadas debilidades estructurales. Éstas han sido motivo de importante y numerosa investigación, de la que se hace recopilación en el capítulo I.

El apoyo oficial a la PYME es una de las escasas políticas públicas que nacen en el seno de la Unión Europea, como iniciativa supranacional, con antelación a las políticas nacionales y sin necesidad de una previa cesión de soberanía sobre el ámbito específico de su regulación. En 1983, se celebra el Año Europeo de las Pequeñas y Medianas Empresas, a propuesta del Parlamento Europeo, en la clausura del Año Europeo de las PYME y el artesanado. En 1987 se lanzó un segundo programa. El tercer Programa plurianual en favor de las PYME (1997-2000) estaba respaldado por las medidas adoptadas en el contexto del Tratado de Ámsterdam.

A partir de entonces, han ido desarrollándose numerosos estudios auspiciados por poderes públicos y medidas de fomento que daban prioridad a la PYME, de las que no vamos a hacer un repaso exhaustivo, pero sí comentar las tendencias generales.

En 1986, el Programa de Acción para la Pequeña Y Mediana Empresa fue el precedente de los Planes Plurianuales a favor de las PYME. El cuarto de estos planes (2001-2005) está aún vigente.

En 1993, se publica la Comunicación de la Comisión sobre los problemas financieros de las Pequeñas Y Medianas Empresas (COM (93) 528 final). A partir de entonces, se suceden y solapan decenas de instrumentos, programas, acciones e iniciativas, que encontramos recopiladas estructuradamente en Martín y Sáez (2001). Son de destacar la orientación cada vez más notable hacia las PYME del Banco Europeo de Inversiones (BEI) desde la fecha de su creación, en 1968, y la posterior creación del Fondo Europeo de Inversiones (FEI), con participación mayoritaria del BEI, como consecuencia de la institucionalización de la Cohesión inter-europea, en 1992.

En 1994 la Comisión empezó a trabajar para lograr los objetivos fijados en el Libro Blanco de 1993, adoptando un Programa integrado en favor de las PYME y el artesanado. En el Consejo europeo de Lisboa (23 y 24 de marzo de 2000) se adoptó el programa plurianual a favor de la empresa y el espíritu empresarial para el periodo 2001-2005. Su alcance geográfico y económico es más amplio que en programas anteriores ya que prevé acciones en más de 30 países, incluido el Espacio Económico Europeo y los países candidatos a la adhesión a la UE. En junio del mismo año, el Consejo Europeo de Feira adoptó la Carta europea para las pequeñas empresas. También con el horizonte de 2005, se adoptó, por parte de la Comisión, el Plan de acción para los mercados financieros, que pretende favorecer tanto a las PYME como a las grandes empresas (Comisión europea, 2001), y que integra, entre otros aspectos, al Plan de acción sobre capital riesgo (PACR).

Sin perjuicio de lo anterior, la parte primordial de las disposiciones que afectan al entorno de las pequeñas empresas es potestad de los Estados miembros (Comisión europea, 2002a). En España, el Real Decreto 2.492/1996, de 5 de diciembre, suprime el Instituto de la Mediana y Pequeña Empresa Industrial (IMPI), que fue creado por R. D-

⁵ Decisión 2000/819/CE del Consejo de 20 de diciembre de 2000, DOCE, serie L, 333 de 29 de diciembre. http://europa.eu.int/comm/enterprise/enterprise_policy/index.htm (27/02/2003).

L 18/1976, de 8 de octubre. Sus competencias son asumidas por la recién instaurada Dirección General de Política de la PYME. Entre sus principales cometidos se ha incluido la continuidad de las políticas iniciadas por el IMPI, ampliando las ayudas y extendiéndolas a todos los sectores (no sólo actividades industriales), El Real Decreto 937/1997, de 20 de junio, aprueba el documento “Iniciativa PYME de Desarrollo Empresarial”, que sustituye a la “Iniciativa PYME de Desarrollo Industrial”, de 1994.

Iniciativas más recientes han consistido en promover 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, desarrollar sistemas de garantía recíproca para facilitar el acceso de las PYME a los créditos, diseñar el actual marco jurídico del capital riesgo, etc. Actualmente, el Plan de Consolidación y Competitividad de la PYME para el periodo 2000-2006 se desarrolla por Real Decreto 582/2001, de 1 de junio, que designa como beneficiarios a los organismos intermedios y se dirige a proyectos o actuaciones relacionados con “sociedad de la información” e “innovación en técnicas empresariales”.

En lo que afecta al concepto de tamaño, la legislación sobre política de PYME es a menudo incoherente en los dominios de distintas medidas de apoyo, distintas especialidades jurídicas o diferentes ámbitos legislativos. Puede existir, incluso, cierto grado de conflicto entre regulaciones relativas a aspectos diversos de la actividad de las PYME. Como veremos, la empresa puede tener incentivos a favor y en contra de la creación de empleos.

Importancia creciente de las PYME como objeto de investigación

En Europa, el éxito científico del objeto PYME es algo posterior a la preocupación oficial por la desventaja competitiva de dichas empresas, a excepción de Gran Bretaña (Ganguly, 1985), cuya adopción de la literatura norteamericana les anticipa a los estudios oficiales de ámbito comunitario.

La pequeña y mediana empresa (PYME) es un objeto de estudio de importancia cada vez mayor en el campo de la Economía de la Empresa y, de forma más reciente, en las Finanzas Empresariales. Esto no sólo se debe a la importancia de este tipo de empresas, en términos agregados, sino a las peculiaridades de su competitividad, con respecto a las grandes empresas. A estas características propias le deben ser aplicadas teorías y técnicas de estudio específica, puesto que las PYME no son una versión en miniatura de las grandes empresas (Laffarga, 1999a). Antes al contrario, se está imponiendo la tendencia de considerar a las grandes empresas como una cartera de pequeños negocios (Hart y Oulton, 2001).

La forma en que las empresas compiten, en función de su tamaño, ha sido estudiada en una primera etapa, desde la perspectiva de los mercados de productos, en el marco de la Dirección Estratégica y la comercialización. Más adelante, se han ido descubrien-

do notables desigualdades en el acceso a los mercados de factores. Concretamente, las desventajas competitivas de las empresas menores en los mercados financieros han suscitado las líneas de investigación más fructíferas, en relación con la PYME.

En trabajos recientes, se ha reprochado a la investigación científica la escasa dedicación que han recibido aquellas empresas que, en conjunto, resultan económicamente más importantes que las grandes empresas (Camisón, 2001; Boedo y Calvo, 1997). Sin embargo, en virtud de todo el material bibliográfico que hemos podido localizar y del surgimiento de revistas especializadas de alto nivel (Small Business Economics, Journal of Small Business Management, Journal of Small Business Strategy, The Journal of Small Business Finance, International Small Business Journal, Journal of Entrepreneurial and Small Business Finance, etc.), hoy podemos afirmar que se ha avanzado mucho en el estudio de las PYME, desde varias perspectivas y, concretamente, en las Finanzas.

Al mismo tiempo, la complejidad de la realidad de la gran empresa, especialmente en lo concerniente a mercados de capitales, lleva a las Finanzas Corporativas a una especie de colapso en la producción de teorías (Azofra y Fernández, 1999, hablan de "encrucijada de bifurcación paradigmática"). Esta circunstancia favorece el creciente interés de los investigadores por el fenómeno PYME. A falta de teorías aplicables, las grandes corporaciones transnacionales financian sus propios estudios ad hoc, prescindiendo del mundo científico y del carácter público de los resultados. Adicionalmente, pueden estar más interesadas en que se estudie el comportamiento y las necesidades de ese cliente potencial llamado PYME.

Dada su importancia cuantitativa en las economías y el agotamiento teórico referente a la gran empresa, la urgencia de realizar estudios acerca de las empresas de menor dimensión es, precisamente, lo que está obligando a sus autores a adoptar definiciones dogmáticas, generalmente emanadas de organismos oficiales.

En cuanto a fuentes de información disponibles, hasta los años '90, no eran muchos los estudios que utilizaban información individualizada de pequeñas y medianas empresas, por ejemplo, para llevar a cabo el análisis de la rentabilidad, tanto en España como en otros países. Es cierto que hasta hace uno o dos lustros, la gran mayoría de los análisis realizados en España y los de mayor relevancia científica se han centrado principalmente en el sector industrial y para empresas grandes (González Gómez et al., 2000). Esta tradicional preferencia académica puede explicarse por la ausencia de datos económico-financieros relativos a las PYME (González, Correa y Acosta, 2002; González y Correa, 1998).

2. PARTICULARIDADES DE LA VALORACIÓN DE PYME

La valoración de PYME plantea la principal dificultad de no disponer de la referencia de la cotización de sus acciones. Su transmisión se produce normalmente por negociación privada (salvo casos de donación, herencia o expropiación forzosa), incluso la entrada o salida de inversores de Capital Riesgo suele hacerse mediante negociación con los fundadores o sus sucesores. Solamente las grandes empresas están en condiciones de emitir títulos negociables, tanto por los requisitos de la admisión a cotización, como por los costes fijos de emisión (escritura pública, registro de anotaciones en cuenta, comisiones bancarias, etc.) y las consiguientes economías financieras de escala.

Otra dificultad para valorar las PYME es la incertidumbre que incorporan las estimaciones, especialmente en las nuevas empresas, cuya esperanza de vida está entorno a 5 años. Aunque ese horizonte temporal se utilizase en condiciones de certeza, no podríamos aplicar muchas de las fórmulas conocidas, obtenidas para $n \rightarrow \infty$.

Valoración de empresas de nueva creación

En empresas de nueva creación, existe la necesidad legal de contabilizar el patrimonio según el principio de precio de adquisición. Este valor será siempre mayor que el valor de liquidación, puesto que también se presupone el principio de empresa en funcionamiento. Las estimaciones que deben efectuar los accionistas actuales y potenciales de las nuevas empresas entrañan, como ocurre con otras empresas, la dificultad de estimar razonablemente los beneficios futuros. No obstante, existe un elemento de dificultad que en este tipo de empresas no concurre, en la mayoría de los casos: La existencia de activos intangibles. Todos los posibles incrementos de valor debidos a sinergias, reputación, buenas relaciones, etc. están por surgir y, por lo tanto, no tiene un coste inicial. Tampoco pueden ser estimados, pues son totalmente inciertos.

Esto es especialmente cierto en empresas que surgen con una finalidad de autoempleo o, en general en pequeñas empresas de nueva creación. Sin embargo, cuando la empresa es creada como filial de una gran empresa o con inversores que aportan intangibles (solventía, reputación, tecnologías complementarias, etc.), entonces se puede plantear la necesidad de estimar intangibles para la nueva empresa. Esta estimación puede llegar a ser excesiva y especulativa, como ocurrió en el nacimiento de la marca “Terra, S. A.”. La inversión en imagen fue muy alta, pero la expectativa de resultados en los mercados bursátiles se multiplicó y siguió creciendo un tiempo, hasta que los últimos inversores descubrieron que habían perdido para que los fundadores ganasen. Terra fue un fenómeno al que podemos denominar “empresa burbuja”.

Valoración de empresas familiares

En otro lugar hemos hablado de la denominada “prima de control”, como la plusvalía que tiene una acción por el hecho de formar parte de un paquete significativo. El concepto de empresa familiar responde a esta idea. Por lo tanto, es posible que una empresa valga más por el hecho de estar controlada por una comunidad accionarial. El hecho de tener una participación mayoritaria en una empresa es un incentivo para interesarse por la gestión y, por lo tanto, una señal para el resto del accionariado que hará que éstos valores mejoren la empresa.

No obstante, 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. Esto se debe a que los miembros de una misma familia pueden tener intereses distintos o diferentes visiones del negocio. Esto plantea conflictos cuando ninguno de los socios es claramente mayoritario, pero todos son administradores o pueden nombrar administradores. Cuando se da esta situación, es difícil transmitir el negocio o sus acciones por un precio alto, a no ser que ello incluya el control de la sociedad.

Cuando se plantean problemas de sucesión, esto también suele hacer bajar el precio, por la dispersión del accionariado y el riesgo de que este hecho provoque la escisión. No obstante, el heredero hará especial consideración a las consecuencias fiscales que le supone la sucesión y tendrá un coste hundido que hará difícil la transmisión de sus acciones. En el valor del vendedor, se sumarán los impuestos afrontados y en el valor para el comprador, se descontará una minusvalía por dispersión del capital y pérdida de intangibles asociados a la continuidad. Por estos motivos, es más probable la disolución y liquidación de empresas heredadas que de otros tipos de sociedades y menos probable su transmisión.

Es posible considerar que con algunas excepciones, a veces brillantes, la categoría de grandes empresas ha perdido su carácter familiar original; por el contrario la categoría de empresas medianas es en su mayor parte (probablemente más del 80 por 100) de carácter familiar.

Un negocio se considera 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.

Como indican ciertas estadísticas, el 60 por 100 de estas empresas están dirigidas por personas cuya edad ronda los 70 años, lo que supone un problema de continuidad, que tendrán que resolver en los próximos años.

A veces, los fundadores de empresas deciden transmitir la empresa al llegar a la edad de jubilación, para promover su continuidad, previendo su propia limitación vital. En tal caso, se suele llegar a soluciones denominadas “familiares”, es decir, el capital y el poder serían conservados por la familia del fundador o del propietario actual. El poder

puede ser ejercido por uno o varios miembros de la familia o por un tercero, bajo el control de la familia. En este caso no habría que recurrir a la negociación.

Es, por tanto, más interesante, el caso de las soluciones “no familiares”. El capital y el poder serían transferido a un nuevo propietario, que podría ser otra empresa o grupo de empresas, un comprador individual ajeno a la empresa o miembros del personal o, como veremos, una entidad de capital riesgo que se comprometa a revender pasado un tiempo su participación, ya sea de forma privada a los miembros de la familia, a un precio pactado o no, ya sea en el mercado. Este último tipo de soluciones ocurre cuando no existe sucesor familiar para la dirección de la empresa, la familia no puede hacer frente al pago de los impuestos de sucesión o, lo que es más frecuente, existen desavenencias familiares que hacen imposible la organización de un poder estable en la generación siguiente a la del dirigente actual. El caso de los conflictos familiares (por ejemplo, Churruca) no lleva necesariamente a la venta, sino que puede conducir a la escisión, por ejemplo, aunque ello conllevaría mayores costes de negociación y mayores gastos societarios.

Aunque es difícil estimar qué precio tendría una empresa en negociación privada, dependiendo de las circunstancias, la literatura consultada coincide en asegurar que, por lo general, el precio final de la transacción es superior si la negociación se realiza antes del fallecimiento. En el caso contrario, los compradores, que no ignoran la situación, logran obtener un precio más bajo, bien sea mediante una negociación global o mediante recompras sucesivas de minorías que, reunidas, constituirán una nueva mayoría, exenta de haber satisfecho la prima de control.

Valoración de empresas tecnológicas

La valoración de PYME plantea la principal dificultad de no disponer de la referencia de la cotización de sus acciones. Su transmisión se produce normalmente por negociación privada (salvo casos de donación, herencia, expropiación, entrada o salida de inversores de Capital Riesgo, etc.). Solamente las grandes empresas están en condiciones de emitir títulos negociables, tanto por los requisitos de la admisión a cotización, como por los gastos de emisión (escritura pública, registro de anotaciones en cuenta, comisiones bancarias, etc.).

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 empresa 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. Por su naturaleza, estos recursos no figuran en el balance de las sociedades emisoras, por lo que, aparentemente, no dejan de ser pequeñas, aunque su capital tecnológico la ha expandido considerablemente.

Por lo tanto, cuando se habla de la problemática de la valoración de empresas que cotizan en mercados tecnológicos, no se está tratando un tema relacionado con la PYME. En los tiempos corrientes, las actividades apoyadas por ordenador y las operaciones realizadas a través de Internet pueden ser realizadas por PYME, pero esto no las configura como pertenecientes a sectores tecnológicos.

La implantación del Segundo Mercado en España no termina de ser algo más que anecdótica. El motivo principal es la imperceptible diferencia que se establece entre los requisitos para cotizar en él y en el primer mercado, que de antemano se sabe más amplio y profundo. La importancia del activo extracontable (capital intelectual o intangible) puede explicar por qué los mercados de capitales inicialmente diseñados para PYME se han ido convirtiendo en mercados tecnológicos (NASDAQ, EASDAQ, EURO.NM): La admisión de empresas cuyo activo contable es pequeño o mediano, pero que se abre paso en sectores de alta tecnología, asumiendo el riesgo característico a su tamaño, supone el reconocimiento de unos recursos que van incorporándose al activo inmaterial, en forma de aplicaciones informáticas o propiedad industrial e incrementando el tamaño de la empresa, pero que, en parte, siguen siendo intangibles. Las nuevas tecnologías no se reflejan de forma puntual en el activo de las empresas, de forma que tarda en desaparecer su apariencia de PYME.

3. LAS PYME Y LOS NUEVOS MERCADOS DE VALORES

Es obvio —aunque bastante importante— que no tiene nada que ver el concepto de Segundo Mercado con el de Mercado Secundario. Los segundos mercados de valores 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. Ni que aclarar tiene la diferencia entre los conceptos de Segundos Mercados y mercados secundarios. En lo que atañe al Capital Riesgo, la efectividad del funcionamiento de estos mercados supondría una clara solución al problema de la desinversión.

En 1988, en España, todavía existía un panorama financiero de ámbito netamente nacional, pero ya estaban aprobadas directivas comunitarias que auguraban un proceso de integración regional que exigía como requisito la integración de las bolsas a nivel nacional. Mediante 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. Se creaba la CNMV y se regulaba el Mercado Continuo, mediante interconexión entre aquéllas, de modo que la negociación de valores centralizada en éste llegó a sustituir a las plazas financieras.

En octubre de 2001 se formaliza la constitución de MEF Holding, la sociedad tenedora del denominado holding de mercados financieros, producto de la fusión de MEF (Mercado Español de Futuros y Opciones Financieros), AIAF (Asociación de

Intermediarios de Activos Financieros) y SENAF (Sistema Español de Negociación de Activos Financieros), con la intención declarada de aprovechar economías de alcance en tecnología y obtener una posición competitiva frente a otros oferentes europeos de sistemas de negociación. Más adelante, este holding se une a las bolsas de valores españolas y los sistemas IBERCLEAR y FC&M, para crear el holding BME (Bolsas y Mercados Españoles).

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 situación actual no ya en España, sino incluso en el entorno europeo no puede compararse a la efectividad de este mercado en USA. En Europa dependen totalmente de los primeros mercados y el número de sociedades que cotizan, así como el capital que mueven, es insuficiente para su correcto funcionamiento.

El denominado EASDAQ (*European Association of Securities Dealers Automated Quotation*), empezó a funcionar el 30 de septiembre de 1996. El denominado Nuevo Mercado arrancó en España el 10 de abril del año 2000, a semejanza de otros, como el *Techmark* londinense, el *Neuer Markt* alemán o el *Nouveau Marché*. A la zaga, se creó el *Nuovo Mercato*, así como los correspondientes nuevos mercados belga-luxemburgués y holandés. Por un sistema de interconexión de ámbito europeo, entre todos los anteriores, surge el EURO.NM, que es, junto con el EASDAQ, la alternativa europea al fenómeno norteamericano de los mercados tecnológicos.

Es interesante discutir por qué las empresas tecnológicas no cotizan en el EUREX o el EURONEXT, etc. En principio, esta situación beneficia a las entidades financieras, que especulan en bolsa y, a mayor número de mercados, más posibilidades tienen de diversificar riesgos e incrementar los beneficios. No obstante, es necesario advertir que estos mercados establecieron, a su creación, menores exigencias sobre los emisores. El sector tecnológico consiguió implantar una corriente desreguladora, argumentando que los nuevos sectores eran grandes desconocidos para el legislador.

Ahora bien: En junio de 2003 desaparece el *Neuer Markt* alemán, que ha sido, hasta el momento, el mercado tecnológico más importante de Europa. Sus valores han pasado a ser cotizados en el mercado convencional. En julio desapareció el *Switzerland New Market* helvético y en noviembre el *Nasdaq Europe* de Luxemburgo. Estos hechos son aparentemente inesperados, especialmente si tenemos en cuenta que en 2003, el *Nasdaq Composite* norteamericano, el índice del NASDAQ, se incrementó un 50% y el índice del Nuevo Mercado, en España, un 27'4%, según la CNMV. Podríamos pensar que en Centro-Europa han confluído los intereses del capitalismo financiero y tecnológico y los mercados tradicionales se han convertido en un reconocimiento de que toda gran empresa que se precie es innovadora. Otra hipótesis plausible es que la competencia entre los mercados europeos ha sustituido a estas plataformas, tecnológicamente más an-

tiguas por el mercado alemán *TecAll*, cuyo crecimiento, en 2003, ha sido del 62'1%; el mayor a nivel mundial. En este mercado cotizan empresas de tecnología punta, mientras que las tecnologías más convencionales se han incorporado al mercado principal.

Por el hecho de estar basado en las nuevas tecnologías, este rápido crecimiento de las nuevas empresas admitidas a cotización incorpora también un riesgo económico especialmente alto. Este es el motivo de que se establezca un segmento específico de mercado para este tipo de empresas. Dicho de otro modo, para no perjudicar el dato del IBEX-35 o el índice del país de que se trate, se impide cotizar en el mercado continuo a empresas de rápido crecimiento o de tecnologías punta.

BIBLIOGRAFÍA

- FERNÁNDEZ BLANCO, M. O., CUELLO ALBORNOZ, G. Y SOLER MOVILLA, M. A. (2001): "PYME y Bolsa". *Papeles de economía Española*, n.º 89/90, pp. 187-207.
- GALINDO LUCAS, A. (2004): *El tamaño como factor explicativo de la diversidad empresarial*. Tesis doctoral. Departamento de Economía de la Empresa. Universidad de Cádiz.
- GALINDO LUCAS, A. (2005a): *Procesos de integración y competencia en los Mercados Financieros Europeos*. Actas II Encuentro internacional 'Globalización financiera'. Grupo eumed.net, Universidad de Málaga.
- GALINDO LUCAS, A. (2005b): "Aspectos de la valoración de empresas en la nueva Economía", *Alta Dirección*. N.º 241.
- OLIVER ALFONSO, M. D. (1996): *El fenómeno de la innovación financiera: la experiencia española*, Ariel Económica. Barcelona.
- SOLER MOVILLA, M. A. (1999): "EASDAQ y EURO.NM: Mercados paneuropeos para PYMES[sic.]", *Actualidad Financiera*, pp. 41-60.

Capítulo Décimo-séptimo.

LA VALORACIÓN DE PYME Y EL CAPITAL RIESGO

1. RAZÓN DE SER DEL CAPITAL RIESGO

El interés público de este tipo de operaciones y entidades está en su carácter específico para PYME. El legislador ha establecido 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.

A la hora de la verdad —quitando el caso de Andalucía, en que la mayoría de las entidades están respaldadas por el IFA— el porcentaje de inversión en creación de empresas y en lanzamiento de actividades es muy reducido con respecto a la cantidad invertida en crecimiento empresarial, relevo de entidades y adquisiciones apalancadas.

Las acciones de la empresa participada se valorarán, por parte de la entidad inversora, en función de las oportunidades de inversión que ocasione la entrada de este nuevo socio. El mismo planteamiento cabría esperar por parte de los socios minoritarios, si los hubiese. En la práctica, la entrada del Capital Riesgo suele estar precedida de un proceso de negociación privada. Las posibilidades de financiación se incrementan en una proporción $1/(1 - L_2)$ de la aportación en capital, ya que ésta induce un endeudamiento, mediante el acceso favorable al crédito bancario o la colocación de deuda negociable.

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.

El origen de este tipo de instituciones se remonta a la década de los cuarenta, durante la cual, contribuyeron a favorecer las innovaciones en el mercado estadounidense. En Europa, la implantación y el éxito de estas instituciones ha sido muy desigual. En el Reino Unido, la experiencia ha resultado muy favorable y el sector del Capital Riesgo puede calificarse de maduro. Le siguen en importancia el mercado francés y el holandés.

La definición que contenía el Real Decreto Ley nº 7, de 7 de junio de 1996, sobre medidas urgentes de carácter fiscal y de fomento y de liberalización de la actividad económica, imponía ciertas condiciones que han desaparecido: Aparte de que las empresas participadas no cotizaran en bolsa, se exigía que dichas empresas no fueran entidades

financieras y en ningún mercado secundario organizado y no estén participadas en más de un 25% por entidades financieras o por empresas que coticen en dichos mercados.

Las ECR no están interesadas en hacerse con el control de la sociedad participada y, corrientemente, pactan con los vendedores de las acciones, la conservación del equipo gestor. Es práctica muy corriente su incorporación al consejo de administración, pero no la asunción de responsabilidades de gestión. Suelen comprometerse a vender sus participaciones, una vez rentabilizado el proyecto. En muchas ocasiones, la única retribución que obtienen es la plusvalía generada por la venta de unas acciones que han comprado a buen precio. En este caso, a la empresa participada le sale gratis la financiación, a menos que decida adquirir sus propias acciones a la Institución inversora. Habitualmente, son los gestores o promotores de estas empresas quienes vuelven a adquirir, al término de la operación, la participación de la ECR.

Otros medios para salir de la empresa son 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. El hecho de que esta opción no sea muy utilizada denota una cierta falta de integración del capital riesgo en los mercados secundarios europeos. La desinversión se erige, por tanto en "el principal obstáculo para el desarrollo de esta fórmula financiera en nuestro país" (Antón, 1998, p. 4). Más adelante trataremos el tema del Segundo Mercado. Antes, analizamos las ventajas, por ser éstas más numerosas y poderosas que aquel inconveniente.

La ventaja más inmediata que se puede atribuir al Capital Riesgo es el aporte de financiación que supone a la empresa financiada la toma de participación por la entidad, en forma de acciones u otros títulos, en unas condiciones de riesgo que otras entidades financieras no estarían dispuestas a asumir. Sin embargo, no es ésta la principal fuente de fondos financieros que el Capital Inversión confiere a su protegida. De hecho, los fondos allegados desde la ECR son escasos, en comparación con la financiación adicional que se puede llegar a obtener: Las ampliaciones de capital o emisiones de deuda subordinada que se hacen necesarias para que entre la ECR en la sociedad financiada implican automáticamente una disminución considerable del ratio de endeudamiento, de forma que otros inversores, tales como entidades crediticias, vuelven a tener oportunidades de negocio en la empresa, por ejemplo, en forma de préstamos.

La garantía que supone la entrada de la ECR en la empresa disminuye no sólo el riesgo financiero, sin que se afirma que da "mayor seguridad a sus trabajadores, proveedores y clientes" (Antón, 1998, p. 5). Esto es debido a que si una entidad financiera decide permanecer en la empresa como socio protector por un largo periodo, es de suponer que tiene fundadas razones para creer en el éxito a largo plazo de dicha empresa y ello confiere mayor valor a su imagen.

Aun tratándose de una inversión financiera de naturaleza temporal y no de una cartera de control, la participación en la empresa receptora suele pactarse para un considerable número de años. Esto hará, efectivamente, que la entidad inversora se interese por la buena gestión del negocio, llegando a ser, en muchos casos, socio mayoritario.

Puesto que la verdadera retribución de dicha entidad va a ser la plusvalía que obtenga en la recolocación de su participación, la ECR estará interesada en los activos intangibles de la empresa participada, es decir, aquellos que tienen más valor dentro que fuera de la empresa o que, dicho de otro modo, no son íntegramente embargables. Por este motivo, la implicación de la ECR en la gestión de la PYME es mucho más interesante que la de los intermediarios del sistema crediticio.

En España, el apoyo público constituye un importante elemento de estabilidad al sistema de Capital Riesgo, mediante la participación o incluso la constitución de ECR, por parte de una o varias administraciones públicas. Como veremos más abajo, esto es especialmente significativo en el caso del Instituto de Fomento Andaluz, que ha acaparado la iniciativa y gran parte de la financiación de este sector en nuestra Comunidad.

Además de eso, la legislación y, especialmente las recientes reformas, han favorecido la implantación y el desarrollo del Capital Riesgo en España, con medidas como los incentivos fiscales, que más adelante se comentarán o la relajación de determinados requisitos a las entidades inversoras y también al espectro de las que pueden ser financiada.

La supresión del límite de participación máxima del 25% viene a significar que la PYME española ahora puede beneficiarse, al mismo tiempo, de varias formas de financiación compatibles entre sí: La pertenencia a grupos de sociedades, el aporte financiero de una ICR, por ejemplo, en forma de créditos participativos y además puede conseguir la colocación de sus títulos en el Segundo Mercado de la Bolsa de Valores. Hay que tener en cuenta, no obstante, que si la empresa está participada por otras compañías en más de un determinado porcentaje, pierden la consideración de pequeñas o medianas empresas y, con ella, el derecho a determinadas fuentes de financiación privilegiada. El artículo 1 de la Recomendación de 3 de abril de 1996 entiende por pequeñas y medianas empresas, sin distinguir entre pequeñas y medianas, aquellas que cumplan, entre otros, el siguiente requisito de independencia. "Se consideran empresas independientes aquellas en las que el 25% o una cifra superior de su capital, además de sus derechos de voto, no pertenezca o bien a otra empresa o, conjuntamente, a varias empresas que no respondan a la definición de PYME".

2. CLASIFICACIÓN DE LOS OPERADORES DEL SECTOR

Existen dos tipos básicos de Instituciones, denominadas legalmente "Entidades de Capital Riesgo", más un tercer tipo de entidades de ICR denominadas "Gestoras" y un fenómeno de financiación conjunta denominado "consorcio".

a) Entidades de Capital Riesgo:

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. La reciente Ley les permite también facilitar préstamos participativos a dichas empresas y realizar actividades de asesoramiento. De igual modo, pueden conceder otras formas de financiación, pero únicamente a sociedades participadas, a diferencia de lo que sucede con la concesión de préstamos participativos.

Las sociedades, a diferencia de los Fondos, se constituyen con un montante de capital propio y, por tanto, tienen las limitaciones que su estructura financiera impone a su expansión.

Fondos de Capital Riesgo (FCR): Son entidades no consideradas personas jurídicas, sino una mera sindicación de aportaciones de particulares en inversiones temporales en capital. Son gestionados por entidades especializadas, denominadas **Sociedades gestoras de fondos de Capital Riesgo** o bien por Instituciones de Inversión Colectiva. El inversor recibe de la empresa participada un dividendo y, del mercado, la plusvalía generada por la venta del paquete. La Sociedad gestora detrae una comisión fija por sus servicios, más una participación en el *rendimiento implícito*.

b) 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**.

c) Consorcios 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. Carecen de personalidad jurídica independiente, pero su entidad es reconocida en el Derecho comunitario a efectos de ayuda a su actividad. "La Unión Europea decidió fomentar este sistema de financiación por medio del programa *Venture Consort* [para] prestar apoyo financiero a aquellos consorcios de Capital Riesgo que vayan a invertir en proyectos PYME, siempre que la inversión cumpla determinadas características".

Los principales agentes financieros que participan en estas sociedades y fondos son las entidades financieras privadas y los fondos de pensiones internacionales, seguidos a cierta distancia por los inversores públicos y las entidades no financieras privadas españolas. Tradicionalmente, a diferencia de lo que sucede en otros países, no han efectuado aportaciones de recursos los fondos de pensiones nacionales, ni las compañías de seguros. Con la actual regulación, se pretende impulsar mejores iniciativas en este campo con la incorporación como accionistas de otras entidades públicas y privadas.

3. EL FOMENTO DE LA ACTIVIDAD INVERSORA Y LA SALIDA A BOLSA

El Capital Riesgo ha sido definido como una actividad especializada en pequeñas y medianas empresas. Suele ocurrir que las empresas nacientes se constituyen en torno a

una innovación tecnológica o productiva, con la finalidad de desarrollarla. "Es el colectivo más flexible en momentos de crisis y el de mejor adaptación al reto tecnológico". Este tipo de negocios es considerado de máximo riesgo empresarial, lo que origina repercusiones en el coste de los pasivos. El 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. Estas entidades niegan el crédito a los incipientes proyectos empresariales o bien los conceden incluyendo una alta prima de riesgo en los intereses. Para evitar esta fuente prohibitiva, la financiación pública ha sido una fuente habitual, pero insuficiente. Así pues, la única forma de financiar proyectos innovadores parece ser la generación de reservas.

Las reservas que generan las PYME suelen ser insuficientes para financiar innovaciones tecnológicas y productivas. Paradójicamente, éstos son afrontados por empresas de mayor tamaño, a las que se les supone una menor flexibilidad organizativa. Ante la escasez de autofinanciación, la apelación a otros tipos de recursos propios de procedencia externa parece ser una solución bastante deseable, siempre que exista algún ente dispuesto a suscribirlos.

Estas instituciones aportan fondos permanentes, generalmente, en forma de participación en capital, a empresas no financieras que no coticen en el primer mercado de las *Bolsas de Valores*. Eso permite a la empresa receptora —que coincide con el perfil de cualquier PYME española— el planteamiento de sus inversiones a largo plazo, al mismo tiempo que garantiza el control que mantienen los demás accionistas, sin perder su independencia. Esta característica establece una ventaja para la empresa participada, con respecto a los grupos de sociedades.

A pesar de tratarse de una financiación a largo plazo, tienen la consideración de participación temporal y suelen ser minoritarias. La toma de participación puede realizarse en acciones ordinarias o privilegiadas, obligaciones convertibles, créditos participativos, obligaciones subordinadas o simple deuda. La transferencia de fondos, en sí, no suele cubrir un gran porcentaje del proyecto que se pretende financiar, pero tiene un trascendental efecto de apalancamiento en la estructura financiera, al facilitar el incremento de financiación ajena, ya que reduce el coeficiente de endeudamiento.

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

***Seed financing* o capital semilla:** Se aplica a la financiación de la creación de empresas o de proyectos de investigación tecnológica.

Start-up financing: Es la financiación del desarrollo industrial y comercial de productos y de empresas de reciente creación.

Expansion financing: Es la financiación de los procesos de crecimiento y expansión de las empresas.

Replacement o reemplazo: Consiste en financiar la compra de acciones de una compañía por parte de otras Instituciones de Capital Riesgo.

Buy-out financing: Consiste en financiar a determinados grupos de inversores la realización de operaciones de LBO (*Leveraged Buy-Out*). El fondo dotado por el ICO está orientado, entre otras, "a operaciones de adquisición de empresas de esta índole [PYME] por parte de los cuadros directivos que, habiéndose desarrollado profesionalmente en ellas, desean tomar las riendas del capital " (ICO, 1995).

El elemento de riesgo que caracteriza a este tipo de inversiones y que da nombre a esta Institución ha originado cierta desconfianza semántica, motivada por su denominación. Tanto es así que, recientemente, tiende a sustituirse el término "Capital Riesgo" por otros más suaves como "capital inversión". Se trata de una cuestión más de *marketing* que de financiación. Así es como ha debido entenderse en la redacción de la LCR, en que se conserva la denominación jurídica tradicional. Sin embargo, la ASCRI, desatendiendo al significado de sus siglas, ha pasado a denominarse "Asociación Española de Capital Inversión" y ha reducido el tamaño de la "R" en su página web.

Coincidiendo con el progresivo abandono del apellido "riesgo", se ha perdido también, según recientes estudios, la finalidad inicial de esta figura, cual era la financiación de constituciones y reconversiones de empresas y no tanto la expansión y la adquisición apalancada de sociedades. "el modelo andaluz parece cumplir de forma más satisfactoria que el nacional con el objetivo original de las ECR" (Cano y Cazorla, 1998, p. 121).

Los datos obtenidos por Cuervo García y otros (pág. 423) demuestran que el número de operaciones y el porcentaje de financiación ofrecida por las Entidades de Capital Riesgo está dirigida, en su inmensa mayoría a expansión y reorientación. La empresa naciente no obtiene un gran porcentaje de la financiación otorgada por estas instituciones, en tanto que la reconversión de empresas no parece despertar el interés de las ECR. Por el contrario, éstas consideran más rentable la expansión del negocio, es decir, apuestan por el crecimiento de la empresa. Ello supone, implícitamente, el reconocimiento de la dimensión empresarial como ventaja competitiva.

La ventaja de este medio de financiación, como, en general, de las *instituciones de inversión colectiva*, es la diversificación de riesgos. La especialidad de esta fórmula de financiación es, como ya se ha expuesto, el tipo de proyectos que se financian. Dadas estas características, es evidente que las operaciones de Capital Riesgo sólo pueden prosperar al amparo de un aliciente adicional, en atención al riesgo que afrontan. En los últimos años, se ha demandado, desde diversos foros, la concesión de otros estímulos fiscales, así como un mayor desarrollo de los mercados secundarios.

En cuanto a la consecución de un tratamiento fiscal favorable, los beneficios fiscales que se establecen, tras la última modificación de 1999, son los siguientes, según la Disposición Adicional Segunda de **Ley 1/1999, de 5 de enero, reguladora de las Entidades de Capital Riesgo y de sus sociedades gestoras (LCR)**:

1. Reducción del 99% de la base imponible del *Impuesto de Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados*, para la constitución, tanto de Sociedades como de Fondos de Capital Riesgo, así como para las ampliaciones de capital. Al parecer, dicha reducción deja de aplicarse a los supuestos de fusión.
2. Deducciones por dividendos del 100%, en el Impuesto sobre Sociedades, siempre que provengan de las sociedades estatutariamente reconocidas como beneficiarias del Capital Riesgo. Esta deducción trata de evitar la doble imposición de dividendos y es independiente del porcentaje de participación en el capital de la empresa financiada.
3. Exención parcial del 99% de las rentas (antes consideradas incrementos de patrimonio) que obtengan de la enajenación de acciones y participaciones en capital. Esta exención no se aplicará los dos primeros años de participación en capital ni los años decimotercero y sucesivos, desde la adquisición (esto supone, con respecto al régimen anterior, una prolongación de dos años en la posibilidad de aplicar la exención). Esto da una idea de por qué las ICR no van a permanecer más de 12 años en la empresa participada. Un Reglamento habrá de regular los supuestos, condiciones y requisitos en que se pueda ampliar este plazo, hasta un máximo de cinco años más.
4. Quedarán exentas del Impuesto sobre el Valor Añadido, la gestión de activos y depósito de las Entidades de Capital Riesgo, realizadas por Instituciones de Inversión Colectiva y Sociedades Gestoras de Entidades de Capital Riesgo.

Además, el Real Decreto-Ley 1/1986, en la parte no derogada, contiene beneficios fiscales para estimular el funcionamiento del segundo mercado de la Bolsa de valores, a fin de hacer más fácil la desinversión. Con respecto a la salida de la sociedad participada a cotización oficial, después de la desinversión de la Entidad de Capital Riesgo, el R.D. 710 de 4 de abril de 1986, desarrollado por la O. M. de 26 de noviembre del mismo año, establece los requisitos que las PYME deben reunir para cotizar en el Segundo Mercado. "Con dichos precedentes[...] alguna sociedad de Capital Riesgo ya está cotizando en las Bolsas de Valores", pero no se ha conseguido aún que las PYME participadas dispongan de facilidad para cotizar en el segundo mercado.

El marco jurídico de la fórmula de financiación que tratamos se recoge actualmente en la **LCR**, que entró en vigor el 6 de abril de 1999. Las modificaciones más notables que incluye son:

- ❖ Se suprime la limitación de participación del 25% por parte de sociedades cotizadas.
- ❖ Las ECR son controladas y supervisadas por la Comisión Nacional del Mercado de Valores.
- ❖ Las entidades gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva podrán actuar como EGFCR.
- ❖ El porcentaje de activos que pueden emplear las ECR en préstamos participativos pasa del 15% al 30% y la inversión en inmovilizado, del 10% al 20%.
- ❖ La inversión máxima en una misma empresa asciende de 15% a 25%.

- ❖ Se amplía en un año el plazo de adaptación a los porcentajes máximos de inversión establecidos.
- ❖ Se amplía en dos años, extensibles por vía de excepción, la exención del 99% en la tributación de plusvalías.

En resumen, comprobamos que ésta modalidad de financiación no está muy al alcance de la empresa naciente, sino más bien, de las que están en expansión. El criterio para participar en una u otra empresa no atiende tanto a la idoneidad del proyecto como al grado de riesgo, faltando a la naturaleza originaria de este tipo de instituciones. Ante tal situación, este instrumento de financiación ha perdido el apellido de “riesgo” y se lo ha cambiado por el de “inversión”. La presencia de capital público en el sector es la que está supliendo la ausencia de apoyo de instituciones privadas, en las fases de creación y lanzamiento de empresas (Cano y Cazorla, 1998; Martín y Sáez, 2001, *inter alia*).

Esta situación no parece haber cambiado con la promulgación de la Ley 1/1999, de 5 de enero, reguladora de las Entidades de Capital Riesgo (ECR) y de sus sociedades gestoras. La nueva regulación amplía considerablemente los incentivos fiscales para este tipo de instituciones, pero no por eso potencia el desvío de sus actividades hacia empresas más recientes o de menor tamaño. No existen estudios al respecto de la mortalidad relativa de las empresas financiadas con Capital Riesgo, ni del efecto multiplicador de las inversiones financiadas por este medio (Martín y Sáez, 2001).

La nueva “Ley financiera” (Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero) contiene un capítulo dedicado a la “Financiación de las Pequeñas y Medianas empresas”, en el que se supone que se instrumentan medidas de reforma estructural de los mercados financieros tendentes a mejorar el acceso de la PYME a la financiación. Está por ver el efecto que estas reformas tendrán en la competitividad y probabilidad de supervivencia de las PYME. La lógica actual de este tipo de reformas consiste en no favorecer directamente a las unidades no financieras, sino en establecer ventajas directas para aquellas instituciones (por ejemplo, las ECR) cuya existencia se supone favorable para la financiación y el desarrollo de las PYME. Por otra parte, no se adopta ninguna definición de PYME, ni se remite su conceptualización a la Recomendación comunitaria. Por ejemplo, existe, en dicho capítulo, un apartado relativo a la Cesión de créditos con Administraciones públicas, que se supone que puede favorecer a las PYME, por el uso frecuente que hacen del descuento comercial o el factoring, como medio de obtención de liquidez. También se hace una reforma en el sistema bancario para favorecer la “Titulización de activos”, en el convencimiento de que esta forma de financiación hipotecaria es una alternativa propia de las empresas menores.

En cuanto al Plan de Acción del Capital Riesgo, mencionado con anterioridad, El plazo que se fijó abarcaba hasta 2003. En un comunicado de la Comisión de 2002, acerca del PACR, se seguía reclamando la necesidad de efectuar mejoras en los servicios financieros y, en especial, el control de la volatilidad en los mercados, para facilitar la salida a bolsa mediante oferta pública del inversor.

Como se ha comentado en otro capítulo, en tanto que la sociedad no salga a cotizar, la valoración de la entrada del gran nuevo socio se deberá efectuar teniendo en cuenta el modelo de las oportunidades de inversión. Incluso si subsisten algunos accionistas minoritarios, durante la permanencia de este inversor institucional, deben tener en cuenta esta valoración, si se les plantea la ocasión de vender antes de la salida a bolsa e incluso después. En definitiva, la entrada de una ECR en el accionariado hace elevar el precio de las acciones, debido a que éstas se vuelven atractivas para el inversor; esto facilita la salida a bolsa. Nuevamente, este paso repercute en un mayor atractivo, debido a la liquidez y esto puede incrementar aún más la plusvalía. Dicha plusvalía es precisamente lo que busca la Institución inversora, aparte de los incentivos fiscales.

BIBLIOGRAFÍA

- ANTÓN, Y. (1998): "El capital-riesgo como alternativa financiera". *Actualidad Financiera*, nº 8. Agosto 1998, pp. 3-10.
- BLACK, B. S. y GILSON, R. J. (1998): "Venture Capital and the structure of capital markets: banks versus stock markets". *Journal of Financial Economics*. Elsevier Science, S.A.
- COTEC, Fundación para la innovación tecnológica (1994): *CONFERENCIA COTEC 1994*. Madrid.
- COTEC (1999): *Financiación de la Innovación. Informes sobre el sistema español de innovación*. Madrid.
- CUERVO GARCÍA, A., CALVO BERNARDINO, A. *et al.* (1998). *Manual de sistema financiero español*. 11ª ed. *Ariel*. Barcelona.
- CANO GUILLÉN, C. J. y CAZORLA PAPIS, L. (1998): "El modelo andaluz de Capital Riesgo: situación actual y perspectivas. Una comparación a escala nacional". *Revista de Estudios Regionales*, nº 51. vol. III. 1998, pp. 121 - 143.
- GALÁN GONZÁLEZ, J.L., MARTÍN ALCÁZAR, F. y ROMERO FERRNÁNDEZ, P. (1993): "Capital riesgo e innovación: Un análisis en la Comunidad europea". *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, vol. 2, nº 2. Ver también Cuervo García y Calvo Bernardino (1998). *Op. cit.* Página 424.
- GALINDO LUCAS, A. (2002): *La PYME ante el marco institucional del Capital Riesgo en España*. En *La Economía de mercado. Virtudes e inconvenientes*. ISBN: 84-607-2111-6. Universidad de Málaga.
- ICO (1995a). Cuadernos ICO: *La financiación de la Pequeña y Mediana Empresa [Línea PYMES] Guía del usuario*. Instituto de Crédito Oficial. Madrid.
- ICO (1995b): *Capital Riesgo. Concepto y Evolución. La actividad del ICO en Capital Riesgo: AXIS*. Instituto de Crédito Oficial. Madrid.

Ley 1/1999, de 5 de enero, reguladora de las Entidades de Capital Riesgo y de sus sociedades gestoras.

MARTÍ PELLÓN, J. (1999): *El capital inversión en España, 1998*. Civitas. Madrid.

MARTÍ PELLÓN, J. (2002): *Oferta y Demanda de Capital Riesgo en España 2001*. Civitas. Madrid.

MÍNGUEZ PRIETO, R. (1998): “Novedades normativas en materia de entidades de Capital Riesgo”, *Actualidad financiera*, junio 1998, pp. 5.

Capítulo Décimo-octavo.

VALORACIÓN DE EMPRESAS EN DIFICULTADES

1. 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. Otro elemento de negociación que hay que tener en cuenta es que la información sobre tales oportunidades sólo está disponible para el comprador potencial, al igual que las posibles complementariedades con su actividad empresarial actual. Desde el punto de vista fiscal, este modelo no considera la compensación que el comprador puede ejercer con las pérdidas de la sociedad adquirida.

La refluotación de empresas en dificultades (p. ej., Banesto) suele requerir la intervención de alguna autoridad pública y el cambio posterior de propietarios, cuyas particularidades (solventía económica y profesional) supondrían mejores perspectivas de inversión y reconversión.

En nuestro entorno existen multitud de empresas que, tras un largo y tormentoso periodo de crisis que normalmente dura varios años hasta hacerse importante, han llegado a una situación de insolvencia. Muchas veces han experimentado algún proceso significativo de reestructuración ante una amenazante crisis interna. Algunas, notoriamente conocidas como IBM, ITT, EXXON, EASTMAN KODAK, etc..., se han visto sometidas a procesos de reestructuración, cierre de factorías, venta de negocios y reducciones de plantilla, entre otras cosas.

Cuando hablamos de crisis, nos estamos refiriendo a situaciones anómalas, de carácter predominantemente negativo, que presagian un cambio. Con la reestructuración hacemos referencia a un proceso mediante el que se busca una mejora de la eficiencia eliminando errores cometidos en el pasado y adaptando a la empresa a las nuevas condiciones del entorno. Se aplica a situaciones de disminución temporal de los beneficios sin que exista un peligro inminente para la solventía de la empresa. Si ésta se ve afectada se procederá a un saneamiento. Ejemplos de ello los encontramos en empresas tan conocidas como CHRYSLER CORP., AEG-TELEFUNKEN, SEAT, etc...

Las empresas pueden verse obligadas a liquidar. Si de esa liquidación resultara que el valor de los activos no cubre el importe de sus deudas, se encontrarán en una situación de insolvencia definitiva o quiebra. Las suspensiones de pago y las quiebras son objeto de medidas legales específicas cuyo doble objetivo consiste en favorecer la recuperación de la salud de la empresa y proteger los legítimos intereses de los acreedores.

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: Estos criterios 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:

Los profesionales de la compra: Son los que retoman las empresas, ya sea para crear una compañía más o menos potente, y sea para obtener un beneficio económico revendiendo las empresas después de acondicionarlas.

Los compradores individuales: Pueden ser miembros de la propia empresa que compran con el fin de conservar su empleo y realizarse profesionalmente, o bien ejecutivos que quieren ser independientes retomando un negocio, y sea éste sano o esté en dificultades.

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. Entre las primeras éstas: conquistar una cuota de mercado, integración vertical, eliminación de un competidor, etc... Entre las segundas: evitar el crecimiento de los competidores, conservar una salida para sus productos, defender sus aprovisionamientos, etc.

Los antiguos accionistas: Su papel es determinante cuando no existe procedimiento judicial, pues conservan el poder de ceder o no. Sin embargo, en caso de una suspensión de pagos, la ley le concede a los Tribunales la posibilidad de vender los títulos de los antiguos accionistas sin que dispongan de ningún recurso práctico.

Los órganos judiciales: Desde el momento en que la empresa es declarada en suspensión de pagos, los órganos exteriores nombrados por el Tribunal y el propio Tribunal se convierten en partes privilegiadas.

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. Debido a la influencia económica de ambas decisiones, éste es sin duda el más importante de los cometidos de la alta dirección, aunque normalmente se lleve a cabo con escasa o nula experiencia anterior.

Como ya se ha ilustrado, la compraventa será posible siempre que las oportunidades de inversión del comprador añadan valor sobre la posibilidad de liquidación por parte del vendedor. El valor de intercambio de una empresa es su potencial de dar beneficios, no el valor de reposición de las instalaciones y bienes, así como tampoco el valor de liquidación. Será, entonces, el precio que se puede pedir u ofrecer por un negocio cuya actividad se supone indefinida.

Aparte de los aspectos que detallamos a continuación, en lo referente al valor de estas empresas, hacemos remisión al tema de los costes de insolvencia, en cuanto al concepto y los efectos de ésta (**Capítulo sexto**).

2. VALOR Y PRECIO DE UNA EMPRESA CON PÉRDIDAS.

Entre las empresas con dificultades es preciso diferenciar aquellos casos en que su valor sea recuperable de aquellos otros en que la empresa no tenga otra perspectiva que disolverse. En este último caso, 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, como tal, puesto que se disuelve, pero sí la tasación de sus activos, normalmente por parte de peritos.

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 (Redacción actual por Ley Concursal, en vigor desde el 1 sept. 2004). En tal caso la empresa es una potencial empresa hucha, de las que ya hemos hablado, puesto que tras la liquidación todavía quedará una tesorería disponible. 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. En este caso, es posible que los dueños no estén incentivados a la disolución, ni tampoco a la reflotación.

El descuento por liquidación suele oscilar entre un 30% y un 50%, por eso suele ser preferible la venta de la empresa en funcionamiento, aunque hay dos circunstancias que también puede suponer un descuento sobre el valor teórico de la empresa: la posible necesidad de liquidez por parte de sus propietarios y la consideración de los riesgos y dificultades por parte del comprador, teniendo en cuenta que la empresa en cuestión ha estado acumulando pérdidas y tiene un negocio posiblemente inviables.

En cambio, hay empresas que son más claramente rectificables o reflotables, es decir, que después de su transmisión pueden seguir funcionando. 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 (que será computada como capital propio) contra el valor actual de las rentas futuras, des-

contando el coste de oportunidad de dicha inversión y el riesgo de no alcanzar las previsiones sobre dicha renta.

La existencia de costes hundidos (*sunk costs*) hace necesario mantener durante una serie de años empresas con pérdidas o incluso empresas hucha que han cesado toda actividad mercantil. Esto ocurre cuando el coste de la desinversión es claramente mayor que el valor actual de las pérdidas futuras estimadas. El precio al que el propietario vendería la empresa sería normalmente positivo; normalmente, tendería a coincidir con la barrera de salida. A veces, un competidor está dispuesto a pagar ese precio con tal de liquidar la empresa y ganar cuota de mercado y posibilidad de subida de sus precios.

Existen casos en que el propietario de la empresa tiene un coste hundido inferior al valor actual de las pérdidas, entonces estará dispuesto a pagar dinero por transmitir la propiedad de su empresa. Es decir, teóricamente, puede darse el caso de que se venda la empresa con un precio negativo. Es el caso de los accionistas gestores de empresas con déficit patrimonial, que temen que su responsabilidad o su reputación quede afectada en casos de insolvencia. También puede ser ese accionista una sociedad matriz que temen por la estabilidad de sus propias cotizaciones.

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. También pueden concederse condiciones especiales para saldar deudas.

3. 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. La reorganización se puede llevar a cabo voluntariamente, con la cooperación de los acreedores, de acuerdo con un plan aceptado por ambas partes.

Una de las medidas a llevar a cabo 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. La prórroga clásica la arregla el banco de la empresa, el cual actúa como negociador principal y vocero de los acreedores. Así que a corto plazo, la empresa necesita reducir las cantidades fijas que periódicamente tienen que abonar sus acreedores, y las quitas o remisiones de deuda. Las moratorias concedidas por los acreedores pueden no ser suficientes, por lo que deberán ser complementadas con otras de mayor alcance.

La adquisición de empresas en dificultades requiere normalmente un desembolso en concepto de recapitalización o saneamiento, consistente en una reorganización de la estructura de capital con el fin de aliviar la carga del pasivo. A veces, el nuevo adquirente

negocia con los acreedores la conversión de todo el endeudamiento en deuda subordinada, acciones preferentes o acciones ordinarias reduciendo la presión sobre el flujo de efectivo. El denominado “plan de transacción” ha de contar 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. Negociando un plan se atiende las reclamaciones de los principales acreedores y la empresa comienza de nuevo con una estructura financiera menos onerosa.

Este poder de negociación frente a acreedores o la propia condición de acreedor del adquirente se podrá reflejar en un menor precio de adquisición, siempre que el vendedor siga teniendo interés en la empresa. No obstante, esta circunstancia también puede hacer que el interés del comprador por esta empresa sea superior al de otras inversiones y esto permita al vendedor elevar el precio.

La política de reconversión industrial, cuya finalidad es salvar lo que se pueda de las empresas en crisis en ciertos sectores básicos, incluye tres tipos de medidas tomadas por parte de la Administración Pública. Dichas medidas son fiscales, financieras y laborales. Las medidas de tipo financiero previstas consistían en un sistema de avales y crédito oficial a través del I.C.O., estableciendo la responsabilidad subsidiaria del Tesoro Público para los quebrantos que pudiese haber.

De los procesos de crisis también pueden derivarse efectos beneficiosos para la colectividad, siempre que se sepa reconducir el proceso de reconversión hacia una mayor eficiencia y munificencia de la nueva explotación. Algunas de las ventajas de procesos de reestructuración han sido las siguientes:

Implantación de medidas internas: Ante la crisis los equipos directivos emprenden con decisión medidas correctoras para aumentar la eficacia de la empresa. El ambiente es propicio para emprender audaces cambios en el organigrama, para acometer campañas de reducción de costes y en general para acabar con malos hábitos implantados.

Acuerdos entre empresas del sector: Pueden tener carácter comercial o técnico. La situación de crisis ofrece una oportunidad para que las empresas reconozcan si existe un exceso de oferta, en cuyo caso lo más juicioso es llegar a acuerdos de especialización abandonando la fabricación, los talleres peor equipados y concentrando la producción en los más eficaces.

Absorción por una empresa solvente: Entendiendo como tal una corporación grande, con capacidad financiera y de gestión. La situación de crisis presenta a las empresas sanas una oportunidad excepcional para hacerse con el control de otras sociedades que han desbordado su capacidad financiera por problemas de liquidez, disminución temporal de la cuota de mercado, etc. La sociedad que toma el control tiene la oportunidad de adquirirlo a muy bajo coste, pero incurriendo en determinados riesgos que tratará de minimizar mediante estudios previsores. Es esencial comenzar un proceso de saneamiento y mejorar la gestión partiendo de una Plan de

Viabilidad. Este proceso lleva a la concentración de empresas, por lo que puede no ser tan beneficioso para el consumidor.

La 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.

BIBLIOGRAFÍA

- BOLTEN, S. (1981): *Administración financiera*, Limusa. México.
- DICKINSON, G. M, y LEWIS, J. E. (1985): *Planificación, inversión y control financiero*. Deusto. Bilbao
- Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal (B.O.E. de 10 de julio de 2003)
- MARTÍN CABALLERO, D. (1985): *La reorganización de la empresa en crisis*, Universidad de Málaga.
- MORENO FERNANDEZ, J. A. (1989): *Las finanzas en la empresa*, McGraw-Hill, Mexico
- OBERGOZO, J. I. (1987): *La Dirección Estratégica*, Co-editado por Sociedad para la promoción y reconversión industrial, S.A.
- RAMÍREZ y ZEPEDA, E. H.(1988): *Rehabilitación financiera de empresas*. Limusa. México.
- RODRÍGUEZ ACEBES, M. C. (1990): *La predicción de las crisis empresariales*. Secretariado de Publicaciones: Universidad de Valladolid.
- STORA, P.; LOTTE, L. y RICHOUX, G. (1981): *Gestión práctica del endeudamiento*, Ediciones Deusto.
- URQUIJO DE LA PUENTE, J. L. (1990): *Análisis para decisiones financieras. Riesgos y decisiones, tomo III* Deusto, Bilbao.
- WESTON, J. F. (1985): *Gestión Financiera*, Publicaciones Irwin-Deusto.

BIBLIOGRAFÍA BÁSICA

- AECA (1989): *Métodos prácticos de valoración de empresas*. Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas. Madrid.
- AECA (1989): *Principios de valoración de empresa: Propuesta de una metodología*. Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas. Madrid.
- BARNAY, A. y CALBA, G. (1975): *Combien vaut votre entreprise?* Enterprise Moderne d'Éditions, París.
- BRILMAN, J., y MAIRE, C. (1990): *Manual de Valoración de Empresas*, Díaz de Santos, Madrid.
- CABALLER MELLADO, V. (1998): *Métodos de Valoración de Empresas*. Pirámide. Madrid.
- CABALLER MELLADO, V. y MOYA CLEMENTE, I. (1997): *Valoración de las empresas españolas*. Pirámide.
- COPELAND, T.; KOLLER, T y MURRIN, J. (1990): *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. John Wiley. Nueva York.
- CORNELL, B. (1993): *Corporate valuation*. Business One Irwin Homewood, Illinois.
- CUERVO GARCÍA, A. (1994): *Análisis y planificación financiera de la empresa*. Civitas.
- MARTÍN MARÍN, J. L. y RUIZ MARTÍNEZ, R. J. (1992): *El inversor y el patrimonio financiero*, Ariel, Barcelona.
- MARTÍN MARÍN, J. L. y TRUJILLO PONCE, A. (2000): *Manual de valoración de empresas*. Ariel Económica.
- MASCAREÑAS, J. (1993): *Manual de fusiones y adquisiciones*. McGraw-Hill. Madrid.
- NUNES, M. (1988): *The Right Price for your Business*. John Wiley. Nueva York.
- RIVERO TORRE, P. (1987): *Análisis de balances y Estados complementarios*, Pirámide.
- SUÁREZ SUÁREZ, A. S. (1998): *Decisiones óptimas de inversión y financiación en la empresa*, Pirámide, Madrid.
- VALLS MARTÍNEZ, M. C. (2001): “Métodos clásicos de valoración de empresas”, *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa*, Vol. 7, N° 3, pp. 49-66.