



UNIVERSIDAD AUTONOMA DE NUEVO LEON

FACULTAD DE ARQUITECTURA  
ESTUDIOS DE POSTGRADO

NEGOCIO EN MARCHA

TESIS

QUE PRESENTA

ENRIQUE ENRIQUEZ CRUZ

COMO REQUISITO PARCIAL PARA OBTENER EL  
GRADO DE MAESTRIA EN AREA ESPECIFICA  
EN VALUACION INMOBILIARIA

JUNIO 2002

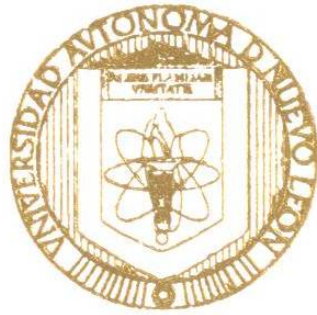
NEGGOCIO EN MARCHIA  
E.F.C.

TM  
Z5941  
FARQ  
2002  
.E5

2002



1020150653



UNIVERSIDAD AUTONOMA DE NUEVO LEON

FACULTAD DE ARQUITECTURA  
ESTUDIOS DE POSTGRADO

NEGOCIO EN MARCHA

T E S I S

QUE PRESENTA

ENRIQUE ENRIQUEZ CRUZ

COMO REQUISITO PARCIAL PARA OBTENER EL  
GRADO DE MAESTRIA EN AREA ESPECIFICA  
EN VALUACION INMOBILIARIA

JUNIO 2002

989335

TM  
Z5941  
FARQ  
2002  
.ES



FONDO  
T L S I S

**UNIVERSIDAD AUTONOMA DE NUEVO LEON**  
**FACULTAD DE ARQUITECTURA**  
**DIVISION DE ESTUDIOS DE POSGRADO**  
**UNIVERSIDAD AUTONOMA DE CIUDAD JUAREZ**



**NEGOCIO EN MARCHA**

**Por**

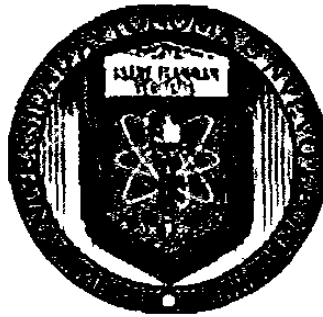
**ENRIQUE ENRIQUEZ CRUZ**

**EN OPCION AL GRADO DE MAESTRO EN AREA ESPECIFICA EN VALUACION  
INMOBILIARIA**

**CD. JUAREZ; CHIHUAHUA.**

**JUNIO DEL 2002**

**UNIVERSIDAD AUTONOMA DE NUEVO LEON**  
**FACULTAD DE ARQUITECTURA**  
**DIVISION DE ESTUDIOS DE POSGRADO**  
**UNIVERSIDAD AUTONOMA DE CIUDAD JUAREZ**



EN OPCION AL GRADO DE MAESTRO EN AREA ESPECIFICA EN VALUACION  
INMOBILIARIA

**QUE PRESENTA**

**ING. ENRIQUE ENRIQUEZ CRUZ**

ASESOR: M.C. Arq. EDUARDO SOUZA GONZALEZ

COASESOR M.C. Arq. ROBERTO ANTONIO SEGURA LOPEZ

**CD. JUAREZ; CHIHUAHUA.**

**JUNIO DEL 2002**

# **NEGOCIO EN MARCHA**

*Aprobación de la Tesis:*

**M.C. Arq. EDUARDO SOUZA GONZALEZ**  
Asesor de la Tesis

**M.C. Arq. ROBERTO ANTONIO SEGURA LOPEZ**  
Coasesor de la Tesis

**M.C. Arq. EDUARDO SOUZA GONZALEZ**  
Subdirector de Estudios de Posgrado



## AGRADECIMIENTOS

Quiero expresar mi mas sincero agradecimiento a Dios y a toda mi familia que con su comprensión apoyo y paciencia compartieron el esfuerzo requerido para la culminación de este objetivo.

A todos los maestros que durante el periodo que comprendió la preparación académica de este posgrado me apoyaron con el esfuerzo desinteresado e incondicional que implica el traslado de la Ciudad de Monterrey N.L. a ésta Ciudad fronteriza para transmitir sus conocimientos, experiencias y enfoque personal de sus valiosas cátedras.

A la Universidad Autónoma de Nuevo León, que a través de la facultad de Arquitectura acepto extender su área de posgrado en valuación inmobiliaria, a esta plaza ofreciéndome la oportunidad de seguir preparándome en este ramo de mi profesión; así como a la Universidad Autónoma de Ciudad Juárez, por permitirme el uso de sus instalaciones y equipo para el desarrollo de este estudio.

A mis compañeros de estudio, que con su motivación y apoyo hicieron posible la realización de este proyecto.

A todas aquellas personas que con su apoyo moral confiaron en que llegaría a la culminación de mi objetivo.

# C O N T E N I D O

<b>ANTECEDENTES.....</b>	<b>1</b>
<b>JUSTIFICACION.....</b>	<b>3</b>
<b>OBJETIVOS.....</b>	<b>5</b>
<b>I. AMORTIZACIONES.....</b>	<b>6</b>
<b>I.1. AMORTIZACIONES: ANTECEDENTES.....</b>	<b>6</b>
<b>I.1.1 Tipos de gastos.....</b>	<b>7</b>
<b>I.1.2 Amortización: Concepto Económico.....</b>	<b>7</b>
<b>I.2. ASPECTOS GENERALES DE LA AMORTIZACIÓN.....</b>	<b>8</b>
<b>I.2.1. Aspecto técnico de la amortización.....</b>	<b>9</b>
<b>I.2.2. Aspectos legal-fiscal de la amortización.....</b>	<b>10</b>
<b>I.2.3. Aspecto financiero de la amortización.....</b>	<b>12</b>
<b>I.3. LA INVERSIÓN PERMANENTE DE LA EMPRESA.....</b>	<b>13</b>
<b>I.3.1. Tipos de activos fijos.....</b>	<b>13</b>
<b>I.3.2. Clases de activo fijo técnico.....</b>	<b>14</b>
<b>I.3.3. Valuación y clases de activos fijos materiales.....</b>	<b>15</b>
<b>I.3.4. Valuación y clases de activos fijos inmateriales.....</b>	<b>16</b>
<b>I.3.5. Activo fijo financiero y activo ficticio.....</b>	<b>17</b>
<b>II. VALUACIÓN DE EMPRESAS.....</b>	<b>18</b>
<b>II.1. REFLEXIONES PRELIMINARES SOBRE EL PROCESO DE VALUACIÓN.....</b>	<b>18</b>
<b>II.1.1. Consideraciones previas .....</b>	<b>18</b>
<b>II.1.2. Concepto de valuación .....</b>	<b>19</b>
<b>II.1.3. Características de la función valuatoria.....</b>	<b>21</b>
<b>II.2. DELIMITACIÓN DEL TÉRMINO VALOR EN LA EMPRESA.....</b>	<b>22</b>
<b>II.2.1. La empresa desde el punto de vista del valuador.....</b>	<b>22</b>
<b>II.2.2. Factores externos que afectan la valuación.....</b>	<b>26</b>
<b>II.2.3. Factores internos que afectan a la valuación.....</b>	<b>28</b>
<b>II.3. VALUACIÓN CONTABLE .....</b>	<b>32</b>

<b>III. FUSIONES Y ADQUISICIONES DE EMPRESAS.....</b>	<b>34</b>
<b>III.1. RAZONES ECONÓMICAS, FUSIONES Y ADQUISICIONES DE EMPRESAS.....</b>	<b>34</b>
III.1.1. El objetivo final de la adquisición.....	34
III.1.2. Razones de una fusión.....	35
III.1.2.1. Economías de escala.....	35
III.1.2.2. Economías de integración vertical.....	36
III.1.2.3. Eliminación de ineficiencias.....	37
III.1.2.4. Ventajas fiscales no aprovechadas.....	37
III.1.2.5. Las fusiones como empleo de fondos excedentes.....	37
III.1.2.6. Combinación de recursos complementarios.....	37
III.1.3. Razones discutibles para llevar a cabo una fusión.....	38
III.1.3.1. Diversificación.....	38
III.1.3.2. Adquisiciones para aumentar las ventas.....	38
III.1.3.3. Motivaciones de los directivos.....	38
III.1.3.4. Efectos sobre los beneficios por acción.....	39
III.1.3.5. Menores costos de financiación.....	39
III.1.3.6. Crecimiento.....	40
III.1.3.7. Buen precio.....	40
III.1.3.8. Razones personales.....	40
III.1.4. Formas de realizar la adquisición.....	41
III.1.4.1. Adquisición por fusión.....	41
III.1.4.2. Adquisición de acciones y (OPAs).....	41
III.1.4.2.1. Introducción .....	41
III.1.4.3. Adquisición de activos.....	42
III.1.5. Las etapas de una fusión.....	43
<b>III.2. LA COMPRA MEDIANTE APALANCAMIENTO FINANCIERO.....</b>	<b>44</b>
III.2.1. <i>Introducción</i> .....	44
III.2.2. Componentes de un LBO.....	45
III.2.3. El comprador.....	46
III.2.4. Los prestamistas principales.....	46
III.2.4.1. Garantías y plazo de la deuda principal.....	47
III.2.4.2. El tipo de interés.....	48
III.2.4.3. La deuda principal no asegurada.....	49
III.2.4.4. Información a tener en cuenta por los prestamistas.....	49
III.2.5. Los prestamistas subordinados .....	50
III.2.6. Inversionistas de acciones.....	51
III.2.7. El vendedor.....	53
III.2.8. El banco como inversionista.....	53
III.2.9. Formas de estructurar financieramente un LBO.....	55
III.2.9.1. Estructura primaria.....	55

III.2.9.2. Estructura con financiamiento propio apalancado.....	56
III.2.9.3. Estructura financiera con apalancamiento.....	57
III.2.9.4. Estructura financiera con rescate.....	57
III.2.9.5. Estructura financiera con deuda subordinada.....	58
III.2.10. La utilización de un MBO.....	59
III.2.11. Impacto del LBO en la dirección de la empresa.....	60
III.2.11.1. Cambios en la estructura de la propiedad.....	60
III.2.11.2. Cambios en la estructura del activo.....	62
III.2.11.3. Cambios en la estructura Organizativa.....	62
Glosario.....	64
Abreviaturas.....	66
Bibliografía.....	67

## INDICE DE FIGURAS Y CUADROS

<b>FIGURAS Y CUADROS</b>	<b>PAGINA</b>
<b>TABLA 1</b>	<b>33</b>
<b>FIGURA 1</b>	<b>45</b>
<b>TABLA 2</b>	<b>55</b>
<b>TABLA 3</b>	<b>56</b>
<b>TABLA 4</b>	<b>57</b>
<b>TABLA 5</b>	<b>58</b>
<b>TABLA 6</b>	<b>59</b>

## ANTECEDENTES

El país ha venido experimentando una tendencia de la devaluación de nuestra moneda y una inflación que aún, no se ha logrado disminuir en una forma razonable, que permita un mejor desarrollo de las diferentes empresas, que influyen directamente o indirectamente en las finanzas, hacendarias.

Los países que se encuentran en proceso de desarrollo industrial, como los que han logrado alcanzar un alto grado de industrialización, existen aún sistemas estructurales de la industrialización, con algunas carencias o deficiencias tanto para cumplir con la demanda interna de mercado, así como para con la demanda internacional de sus productos industrializados.

El desarrollo del sector industrial, a dado lugar a una dinámica creciente de la economía del país lo cuál ha generado el aumento del producto nacional bruto; y a su vez la necesidad de contar con un equipamiento.

La dinámica del desarrollo en el sector que el país ha venido sucediendo en las últimas décadas, ha dado lugar a un aumento de las unidades productivas, al transformarse, los sectores artesanales y las pequeñas industrias de tipo denominadas, caseras por ser de producción familiar a industrias pequeñas y estas a su vez a niveles de mediana o grandes industrias, que se convirtieron en medianas y grandes empresas industriales.

La presente investigación tiene por objetivo analizar algunos modelos que se utilizan en la valuación de empresas en marcha.

Una empresa es un acervo de recursos materiales, tecnológicos, humanos e intangibles que se deben aprovechar al máximo para de esta forma alcanzar valores más reales y confiables.

La valuación de negocios es un proceso complicado, intervienen factores múltiples, por lo que se requiere conocimiento en muchas áreas como finanzas, economía, administración, mercadotecnia, contabilidad y otras.

Por la esencia misma de la valuación esta resulta un tanto compleja, por lo que el valuador tendrá que poner en juego toda su capacidad y competencia para poder calificar en términos monetarios, además de los activos tangibles, lo siguiente:

El personal

La imagen

Los riesgos

La productividad de la empresa

La administración

El historial

La eficiencia

La rentabilidad

Estos factores representan para la empresa elementos de gran importancia y considerados en términos monetarios, contribuyen a elevar, a determinar un valor agregado y es por ello que a pesar de la complejidad implícita se tienen que valorar tanto los recursos tangibles como los intangibles.

El proceso de la valuación de empresas resulta de gran importancia en el mundo económico. Y una gran parte del mismo descansa en un correcto tratamiento contable de los acontecimientos que ocurren en el normal desenvolvimiento de las actividades diarias de la compañía.

Por otro lado, las técnicas de planificación constituyen una ayuda de evidente significación en el camino de la optimización de decisiones.

Finalmente, debe tenerse presente la política del proceso de amortización y que permite plantear adecuadamente la sustitución y renovación de los bienes de equipo.

Esta investigación presenta las técnicas y modelos de valuación de empresas que le sitúan ante el proceso de adquisición, tras haber contemplado la problemática que dicho proceso significa.

## **JUSTIFICACIÓN**

Las pequeñas y grandes industrias, no solo han aumentado en número, también su productividad, lo cual necesariamente, necesitaron de un aumento en su capital, para inversionistas, en inmuebles, equipo y maquinaria, adquisición de materia prima, para lograr una mayor y mejor productividad que les permitiera, cumplir con la demanda local, nacional y competir con el mercado internacional.

El aumento de capital, en activos fijos, generó empleos, reflejándose en una mejora de la economía de las regiones industrializadas y en una capacidad de compra más alta de la población trabajadora al aumentar los salarios.

El control financiero de las unidades industriales con producción básicamente en serie, requiere de una inversión en equipo y maquinaria, se fundamenta teóricamente en el principio denominado "Valor histórico original".

Este principio se fundamenta, en que los estados financieros, se expresan en unidades monetarias y cuando el valor de los bienes es constante y se estima razonablemente en medida de cantidades en efectivo, el valor corresponde al asentado, realizado en los estados contables.

En épocas de inflación, las unidades monetarias iguales no son realmente homogéneas, por lo que al acumularlas y aplicar con base nominal, se suman o restan cantidades heterogéneas, produciendo aumentos y disminuciones, que producen resultados equivocados.



Este procedimiento, informativo es deficiente, dando lugar a que las empresas tomen decisiones equivocadas inclusive peligrosas para su economía, como una descapitalización.

No se olvida en este ámbito, el mecanismo de compra mediante apalancamiento financiero, ni el ámbito de la oferta pública de adquisición de acciones (OPAS), y todo ello tras haber estudiado con detenimiento el proceso contable de anotación de hechos económicos, la planificación financiera y el detalle de los sistemas de amortización que constituyen la base sobre la que se asienta el proceso de valuación financiera.

Por tanto, este trabajo constituye una primera clave en el conocimiento de estas materias de uso diario en la vida de las empresas.

Por lo cual es de imperiosa necesidad, buscar procedimientos o lineamientos de este problema que presenta una serie de complejidades, para lograr una información financiera, veraz de las empresas; por lo cual es necesario, una reevaluación de los activos fijos y así disminuir los riesgos, de un procedimiento comparativo en la información financiera, y verás de las empresas.

Para integrar el avalúo de una empresa industrial, el valuador necesita tener información, de la organización económica, de las finanzas, de la documentación referente a las inversiones con la maquinaria, equipo y accesorios. Estos conceptos en lo que se refiere a reevaluar los activos fijos y para valorar el inmueble se procede con los procedimientos establecidos para valorar una construcción de tipo industrial.

Esta forma genérica se conceptúa como Industria de producción de bienes o prestaciones de servicios, transformación de materias, que se requiere en general en empleo de maquinaria mecánica y mano de obra especializada.

## **Conceptos y definiciones en los avalúos industriales.**

La valuación en general se conceptúa como el arte de una tecnología para estimar en su justo valor monetario los bienes para determinada finalidad.

Una valuación normal (ordinaria), es aquella en que el valor se establece a juicio de una parte vendedora y por otra parte compradora, conociendo ambas partes el objeto de cambio, las condicionantes de la transacción, así como las propias exigencias y necesidades, del vendedor y el adquirente.

### **OBJETIVOS**

#### *General:*

Identificar algunas de las diferentes metodologías para valuar un negocio en marcha, con todo su entorno incluyendo los valores tangibles e intangibles.

#### *Particulares:*

- a) Analizar las variables que intervienen para influir en el posicionamiento de un negocio, que represente una ventaja competitiva.
- b) Determinar las características de las variables que contribuyen a dar un valor agregado a la empresa.

# I. AMORTIZACIONES

## I.1 ANTECEDENTES

La actividad empresarial se orienta hacia la consecución de una serie de objetivos de empresa y del establecimiento de mediciones periódicas del grado de avance hacia los mismos. Para alcanzar estos objetivos se requieren unos medios, entre los que se encuentra, como uno de los más importantes, el beneficio. El ánimo empresarial espera por lo tanto la obtención de una renta de la inversión realizada.

Toda empresa necesita calcular el resultado derivado del proceso de transformación y/o venta que constituye el núcleo de su actividad y para ello a de comparar los ingresos obtenidos con los costos en lo que ha incurrido para poder alcanzarlos.

Este cálculo es ciertamente sencillo en aquellas actividades consistentes en pocas transacciones durante un corto periodo de tiempo (como pudiera ser un negocio puntual). Existen sin embargo otras actividades cuya duración, o así consta al menos en el espíritu de sus emprendedores, es definitiva. Para desarrollar esa actividad es necesario además comprometer unos fondos en una serie de inversiones que van a ser empleadas en el desempeño de la misma durante un número indeterminado de ejercicios económicos.

Como ya se ha indicado, el cálculo del resultado del ejercicio exige los ingresos y los costos en los que se ha incurrido para obtener aquellos. Los ingresos son el equivalente monetario de las ventas. Los costos son el equivalente monetario de los consumos, de los gastos consumidos.

Es importante indicar el contenido de algunos conceptos que muchas veces son contemplados como idénticos. Esos conceptos son: compra, gasto, consumo y costo. Una compra es la adquisición de un bien, el simple hecho de la adquisición.

Gasto es el equivalente monetario de una compra. Consumo es el hecho de la incorporación del bien al proceso productivo que desarrolló la empresa y costo es el equivalente monetario del consumo.

### **I.1.1. Tipos de gastos**

Existen dos tipos de gastos, los denominados gastos corrientes y los gastos de capital. Los gastos corrientes son aquellos en los que el tiempo transcurrido entre la compra y el consumo es inferior a un ejercicio económico. Por su parte los gastos de capital son aquellos en los que dicho tiempo se prolonga durante varios ejercicios.

Un ejemplo de gasto corriente sería la compra de materia prima para la elaboración del producto que fabrica y comercializa la empresa.

Un ejemplo de gasto de capital sería la compra de una máquina que va ser utilizada en el proceso productivo durante varios años.

Para conocer los costos en que ha incurrido la empresa se hace necesario conocer qué parte de un gasto de capital es consumido durante el ejercicio económico y así poder determinar el beneficio de la empresa, es decir, lo que podría gastar sin empobrecerse.

### **I.1.2 Amortización: Concepto Económico**

Desde el punto de vista económico, la amortización puede definirse como el equivalente monetario del consumo anual de un gasto de capital.

De forma más práctica la amortización se define como la parte de una inversión que es utilizada en el proceso productivo durante un ejercicio económico anual. Es consecuencia principalmente del desgaste o depreciación de dicha inversión.

El resultado de una empresa representa el excedente que se produce manteniendo intacta su capacidad de operación. De ésta forma habrá que deducir de los ingresos las cantidades correspondientes a las pérdidas de valor de las inversiones (gastos de capital). La amortización es la expresión contable de dicha depreciación. Así las inversiones van incorporándose periódicamente al proceso productivo representando parte del valor de los bienes o servicios vendidos por la empresa. La velocidad de incorporación de estas inversiones al proceso depende de numerosos factores de naturaleza técnica, económica, fiscal y financiera que serán detallados a lo largo de la unidad.

## **I.2. ASPECTOS GENERALES DE LA AMORTIZACIÓN**

Hasta ahora se ha venido contemplando la amortización como un elemento de naturaleza puramente económico, sin embargo caben plantearse algunas cuestiones que identificarían la existencia de otros componentes o aspectos que rodean al concepto de amortización. Esas cuestiones podrían ser por ejemplo. ¿Cuáles son las causas por las que se desprecia o desgasta una inversión?. Si la amortización es un costo debería ser deducible fiscalmente. Si es posible manipular la cifra de amortizaciones de forma que la empresa pueda decidir cuando pagar sus impuestos. Si el dinero que recibe una empresa de sus ventas es destinado a cubrir los gastos en los que incurre durante el ejercicio económico. Dado que las amortizaciones no han de ser pagadas, representan una vía para la obtención de fondos adicional al beneficio.

Deben tratarse por tanto tres aspectos de las amortizaciones: el técnico o aquel relacionado con las causas por las que una inversión se desgasta o pierde valor; el legal- fiscal o aquel relacionado con los hechos por los que el legislador se ve motivado a regular la velocidad de la incorporación de los bienes de capital al proceso productivo y por lo tanto a controlar los aspectos impositivos derivados de este factor; y el financiero, es decir el relacionado con la amortización como componente de la autofinanciación de la empresa.

Existen tres componentes de la amortización, el técnico, el legal- fiscal y el financiero, que es necesario analizar para un conocimiento detallado de la misma.

### **I.2.1 Aspecto técnico de la amortización**

Existe un conjunto de causas de carácter técnico-económico que provocan la pérdida de valor de las inversiones aplicadas al proceso productivo. Esta pérdida de valor se denomina depreciación y las amortizaciones son la expresión contable de la misma.

Así, desde este punto de vista podemos hablar de depreciación técnica como la pérdida de rendimiento de un gasto de capital por su aplicación al proceso de producción, depreciación que puede aparecer por el transcurso del tiempo o envejecimiento físico, o por el desgaste derivado del uso pues la aparición de roturas o averías provoca la pérdida de su eficiencia.

También existe otro grupo de causas que provocan la pérdida de valor del bien y que se resumen en lo que denominamos obsolescencia. Esta depreciación se genera por una serie de factores externos a los activos fijos.

Dichos activos incorporan una tecnología, es decir, un proceso y una mezcla de factores (mano de obra, materia prima, energía...). La aparición de otras tecnologías con combinaciones de factores más eficientes hace que la existente pierda competitividad (son activos más obsoletos). De esta manera, aquellos competidores que incorporen la tecnología mejorada lograrán aumentos en la productividad, con la consiguiente reducción de los costos unitarios y aumento de los márgenes. Esta situación permitirá que dichos competidores introduzcan reducciones en los precios o sigan incorporando mejoras en el proceso productivo a través de nuevas inversiones o incrementen los presupuestos dirigidos a aumentar el potencial comercial de la empresa. En muchos casos el resultado se traduce en aumentos de la cuota de mercado que pueden provocar economías de escala y reducciones de costo al aumentar el conocimiento del nuevo proceso productivo. De esta manera, el proceso iniciado con la mejora tecnológica continúa y puede derivar en la desaparición a medio plazo del competidor que no haya actualizado sus inversiones.

Además de la obsolescencia de los equipos existe otro factor que puede provocar la pérdida de valor del activo. Este factor es la vida comercial del bien o servicio que el equipo procesa.

Si este producto va quedando fuera de mercado y los equipos no son flexibles, perderán valor al mismo ritmo.

El aspecto técnico manifiesta principalmente la pérdida de capacidad de un bien para hacer frente a las necesidades del proceso productivo así como la pérdida de competitividad por obsolescencia.

Otro factor que provoca la pérdida de valor es la propia vida comercial del bien o servicio que el equipo procesa.

### **I.2.2. Aspectos legal-fiscal de la amortización.**

El interés del legislador por regular la amortización viene generado por el impacto que la cifra de amortizaciones tiene sobre el beneficio. Existe posibilidad de que las empresas manipulen esta cifra con el fin de distribuir en el tiempo el pago de impuestos de la forma menos gravosa. Ahora bien, existe un principio general sobre la valuación de los gastos de capital que señalan que la “valuación debe hacerse con arreglo a criterios objetivos que garanticen los intereses de terceros, y siguiendo los principios que exige una prudente y ordenada gestión económica de la empresa”. Es decir, el valor de los activos fijos debe estar de acuerdo a su capacidad real de aportación al proceso productivo tanto desde el punto de vista exclusivamente físico como desde el derivado de las condiciones de competitividad impuestas por la evolución tecnológica y del mercado.

Las primeras reglas respecto a las amortizaciones aparecieron en la primera Ley de Sociedades Anónimas, al citar que los elementos del activo fijo se amortizaran anualmente en proporción al tiempo que hayan de utilizarse y a la disminución que sufran por su uso. Es decir la ley impone la amortización aunque deja al prudente arbitrio de los administradores el coeficiente de amortización a aplicar.

La segunda Ley de Sociedades Anónimas explica que el precio de adquisición o de costo de los elementos de activo fijo deberá ser corregido por disminuciones de valor calculadas “según un plan elaborado conforme a las reglas de una buena gestión”, manteniendo intacto el espíritu de la ley original.<sup>3</sup>

De aquí se deriva que no son correctas desde el punto de vista de la legislación mercantil las prácticas dirigidas a modificar la cifra de amortizaciones según *interese* mostrar beneficios (para que la empresa no pierda imagen) o pérdidas (para pagar menos impuestos)

La legislación mercantil deja clara la necesidad de corregir el precio de costo o adquisición de los activos fijos con disminuciones de valor. Sin embargo deja al arbitrio de los administradores la cuantía de las mismas siempre que se garantice la conformidad con respecto a las reglas de una buena gestión.

La legislación fiscal ejerce una mayor influencia que la mercantil puesto que en el proceso de cálculo del beneficio fiscal (base de tributación), tanto las inversiones como los consumos que se derivan de los gastos denominados de capital y que son utilizados en diversos ejercicios (también denominados gastos plurianuales), juegan un papel especialmente importante. La política fiscal ha creado por ello un conjunto de instrumentos, entre los que se encuentra el Impuesto sobre Sociedades, con los que se trata de influir sobre la inversión privada y en cuyo contexto las amortizaciones se consideran por algunos como uno de los medios de actuación de la política económica sobre la eficiencia marginal de las inversiones (su rentabilidad) y afectando directamente al “flujo de caja o cash-flow” generado por la empresa.

<sup>3</sup> Ley de Sociedades Anonimas



En la actualidad la Ley de Impuesto de Sociedades considera la efectividad y contabilización como elementos necesarios para que la amortización sea considerada como gasto deducible aunque también admite cierta flexibilidad en la aplicación de los coeficientes de amortización siempre que el sujeto pasivo demuestre y justifique la mayor efectividad de la depreciación. Los períodos de amortización vienen regulados por unas tablas aprobadas oficialmente que contienen al máximo y mínimo que podrá aplicarse para cada tipo de bien.

La legislación fiscal regula la amortización definiendo las amortizaciones fiscales y otorgando coeficientes máximos de depreciación dada la influencia que éstas ejercen sobre el resultado (base del Impuesto de Sociedades) y sobre el valor de la empresa (a través del valor contabilizado de los activos y el “flujo de caja o cash-flow” generado por la empresa)

Desde el punto de vista fiscal la amortización es la cantidad destinada a compensar la depreciación sufrida por los bienes de activo fijo material o inmaterial de una empresa.

### **I.2.3. Aspecto financiero de la amortización**

Desde el punto de vista financiero la amortización es el proceso contable que va transformando los recursos fijos en liquidez. Cumplen una función de autofinanciamiento pues permiten que los activos sean imputados a los costos productivos para el logro de la venta y cobro de los productos y servicios que la empresa introduce en el mercado.

Ahora bien, aunque es cierto que la empresa libera fondos a través del proceso de amortización, es necesario señalar que toda empresa en funcionamiento está sometida a la situación derivada del atractivo del mercado en el que actúa y a su propia posición competitiva por lo que deberá evaluar cuál es la aplicación más rentable de esos fondos liberados.

A nivel general podría decirse que una compañía en expansión en un mercado atractivo a medio plazo debería dirigir esos recursos liberados a financiar el crecimiento. Sin embargo una posición débil en mercados estables o en recesión recomendarán dirigir los fondos hacia otros empleos como pudiera ser la devolución anticipada de deudas.

Mediante el proceso de amortización la empresa transforma activos fijos en liquidez y es necesario un análisis detallado del atractivo del mercado y de la propia posición competitiva de la empresa en dicho mercado para determinar el empleo estratégicamente más adecuado de dichos fondos.

Hasta ahora se ha visto la importancia de la determinación exacta del resultado de la empresa, la manera en que ha de calcularse, la razón de ser de las amortizaciones desde un punto de vista puramente económico (como parte de ese resultado) y la existencia de unos componentes de carácter técnico, legal, fiscal y financiero que inciden en el tratamiento de las mismas.

### **I.3. LA INVERSIÓN PERMANENTE DE LA EMPRESA**

Se define la inversión permanente como aquellos bienes y servicios cuyo período de permanencia en la empresa es superior al corto plazo (1 año). Recoge lo que se ha llamado gastos de capital o activos fijos.

Desde el punto de vista económico se define como el capital fijo para el desarrollo del proceso productivo.

Desde un punto de vista moderno la inversión permanente está constituida por gastos no consumidos y cuya capacidad de transformación a consumo es lenta. En la práctica y contablemente vienen a denominarse activos fijos (K). Es el conjunto de bienes que por su naturaleza permanente y son susceptibles de ser amortizados.

#### **I.3.1. Tipos de activos fijos**

*Activo fijo técnico:* Es el denominado capital fijo en sentido instrumental, es decir, el conjunto de factores fijos que la empresa utiliza durante varios ejercicios económicos y que están vinculados en mayor o menor medida al proceso productivo.

*Activo fijo financiero:* Está representado por derechos de cobro frente a terceros y por inversiones en otras empresas, ambos a largo plazo.

*Activo ficticio:* Algunos autores consideran el activo ficticio como parte del activo fijo. Los activos ficticios son aquellos gastos que aun ya consumidos van a ser aplicados al resultado durante varios ejercicios, por lo que también reciben el nombre de gastos amortizables. Desde un punto de vista más conservador y buscando que los estados financieros presenten la imagen fiel de la situación patrimonial de una empresa, considero que debe anteponerse el principio de conservación contable al de gestión continua y clasificarse a estos gastos como menor valor de los fondos propios, si no se han llevado a resultados en el momento de haberse incurrido en ellos.

De forma preliminar y adoptando el principio de conservación contable, el activo fijo se clasifica en técnico y financiero.

### **I.3.2. Clases de activo fijo técnico**

Existen dos clasificaciones, una desde un punto de vista de la funcionalidad de los activos fijos y otra desde un punto de vista exclusivamente físico.

Clasificación en razón de su funcionalidad.

*Activo fijo técnico funcional:* Es la base que se aplica al proceso productivo de la empresa. Es necesario para la propia actividad productiva.

*Activo fijo técnico extrafuncional:* Es aquel que sirve para otros fines no relacionados con la actividad y objetivos principales de la empresa.

*Activo fijo técnico antifuncional:* Es aquel innecesario para la empresa pero que no puede deshacerse de él.

Clasificación en razón de su composición.

*Activo fijo Material:* Es aquel constituido por elementos tangibles, muebles o inmuebles.

*Activo fijo Inmaterial:* Son intangibles. (En general derechos susceptibles de valoración económica)

### **1.3.3. Valuación y clases de activos fijos materiales.**

En la valuación de los activos fijos materiales se aplica el principio del precio de adquisición. Los bienes se han de valorar por lo que se paga por ellos.

Cuando los bienes se compran en el exterior, se valorarán según su precio de adquisición que incluye todos los gastos en los que incurre la empresa, inherentes a la compra y hasta la puesta en marcha del bien (impuestos que se pagan en aduanas, transportes, seguros, instalación, montaje y otros similares).

Cuando estos bienes son elaborados por la propia empresa deberán valorarse al costo de producción. En este caso sin embargo se ha de mantener también el principio de conservadurismo contable. Ello implica que si el precio de costo es superior al precio en que pudiera haber sido adquirido en el mercado es este último el que se utilizará en la valuación.

El valor de esta cuenta podrá ser modificado por aquellos gastos que impliquen una mejora en la eficacia, en el rendimiento o en el valor del bien.

Cabe plantearse entonces si es posible incluir dentro del valor de costo de los intereses devengados por préstamos dirigidos al financiamiento de la construcción o compra de este bien. Algunos investigadores señalan que se estaría introduciendo la ineficiencia de la estructura y política de financiamiento de la empresa al valor de los activos. En principio de acuerdo al Plan General de Contabilidad, podrán incluirse los intereses devengados por los capitales recibidos en concepto de préstamo a medio y largo plazo. Dejarán de incluirse tales intereses en el momento en que estos bienes entren en funcionamiento.

Las clases de activos fijos materiales son las siguientes:

*Terrenos y otros bienes materiales.* Incluye los predios rústicos o urbanos sin edificar, dado que los mismos, generalmente, no se deprecian no suelen ser bienes amortizables.

*Edificios y otras construcciones.* Recoge aquellos locales o inmuebles que tenga la empresa.

*Maquinaria, instalaciones y equipo.* Recoge las máquinas, instalaciones, útiles y herramientas cuya duración es superior a un año. Deben incluirse los elementos de transporte interno.

*Elementos de transporte.* Aquellos solamente de carácter externo.

*Mobiliario y enseres.*

*Repuestos para activos fijos (con duración superior a un año)*

*Instalaciones complejas especializadas.* Conjunto de elementos en principio de distinta naturaleza e incluso de distinta duración pero con una consideración unitaria pues cumplen una función común.

*Equipos para el proceso de la información.* Recursos de la información

#### **I.3.4. Valuación y clases de activos fijos inmateriales**

Como ya se ha señalado este activo fijo está compuesto por elementos patrimoniales intangibles. Son derechos cuya posesión implica un costo y por tanto susceptibles de valuación económica. La regla general de valuación es la misma que rige para el activo fijo material.

*Concesiones administrativas.* Se recoge el costo de la obtención de derechos de investigación o de explotación otorgados por el Estado u otras entidades públicas.

*Propiedad industrial.* Representa el importe satisfecho por la propiedad o el derecho de explotación de alguna de las manifestaciones de la propiedad industrial (patentes, marcas, nombres comerciales, logotipos y otros similares) y por otro lado el importe satisfecho por aquellas investigaciones cuyo fruto ha sido positivo.

*Fondo de comercio.* Es el mayor valor de una empresa por encima de la suma del valor de cada uno de sus elementos. Este fondo de comercio sólo se recogerá cuando se haya pagado por él.

*Derechos de traspaso.* Es el importe satisfecho por los derechos de arrendamiento de locales inmuebles.

### **I.3.5. Activo fijo financiero y activo ficticio**

En cuanto al activo fijo financiero sólo cabe señalar que no se amortiza. Sin embargo habrá que ir introduciendo correcciones a su valor siempre y cuando se produzcan alteraciones en su precio de mercado.

En lo que se refiere al activo ficticio o gastos amortizables solamente recordar lo mencionado, es decir, que son gastos ya consumidos pero que se imputan fraccionadamente y afectan a la empresa durante varios ejercicios. Dentro de este grupo se incluirían los gastos de constitución, de primer establecimiento (estudios previos de ubicación, adiestramientos de los obreros) de ampliación de capital, de puesta en marcha (de las instalaciones industriales para alcanzar un rendimiento estándar), gastos de emisión de obligaciones y bonos y de formalización de préstamos y las investigaciones, estudios y proyectos cuyo resultado ha sido negativo y están pendientes de amortizar.

## II. VALUACIÓN DE EMPRESAS

### II.1 REFLEXIONES PRELIMINARES SOBRE EL PROCESO DE VALUACIÓN

#### II.1.1. Consideraciones previas

La investigación presente lleva como objetivo conocer cuánto vale la empresa. Alguien que desee contestar esta pregunta se plantearía una duda con respecto a la misma. ¿Qué desea conocerse, su valor o su precio?. Un reino puede valer una fortuna y sin embargo el rey aceptaría un caballo como precio. Cuando en 1626 Peter Minuit compró a los indios la isla de Manhattan por sólo **\$24.00**, ni el jefe indio, ni siquiera el capitán de la colonia holandesa, sabían el mal y buen negocio que acababan de realizar respectivamente.

Cuando por ejemplo la compañía anglo-holandesa Unilever compró el 90 % de Industrias Revilla por una cifra cercana a los \$9,000 millones de pesos, quizás no conocía muy bien o al menos al 100 % sí estaba pagando el valor de sus activos productivos menos sus deudas, el valor de su capital social o acaso la potencialidad para obtener dinero en el futuro.

La siguiente analogía puede ayudar a comprender mejor la diferencia entre valor y precio. Y se basa en la distinción entre el valor de producción y el precio del producto acabado.

El valor de producción es el resultado de la aplicación de un método de cálculo basado en un sistema de costos, mientras que el precio del producto es el resultado de la negociación en el mercado entre la demanda y la oferta. A pesar de ello el precio se determina como resultado de una negociación entre el vendedor y el comprador en la cual el valor, calculado por uno u otro método, representará solamente una guía, un sustituto del mecanismo del mercado o simplemente un determinante de los límites de su precio.

Como distinción básica habrá que señalar que el valor se determina en abstracto, en tanto que el precio tiene en cuenta elementos subjetivos. El valor implica la posibilidad, el precio es la realidad

derivada de la negociación o de cierta concurrencia, siendo la base de la discusión el valor estimado.

Existen, por tanto, dos conceptos íntimamente relacionados en muchas ocasiones a la hora de valorar una empresa valor y precio. Sin embargo hay que saber separar y distinguirlos puesto que mientras el valor de potencialidad objetiva el precio es el resultado de la negociación entre dos partes.

### **II.1.2. Concepto de valuación**

De forma genérica puede considerarse la valuación como el proceso mediante el cual se obtiene una medición homogénea de los elementos que constituyen el patrimonio de una empresa o una dedicación de su actividad, de su potencialidad o de cualquier otra característica de la misma que interese cuantificar.

El valuador debe ser objetivo y ajeno al objeto valuado. No debe ser parte interesada en ella (por ejemplo el propietario o un supuesto comprador), puesto que si la valuación es realizada por alguien con intereses sobre la empresa el valor calculado incluirá indudablemente elementos subjetivos de la misma.

Los responsables del proceso de valuación deben por tanto determinar la cuantía sin tener en cuenta motivaciones y capacidades extraordinarias del sujeto de valuación.

La valuación de la empresa es un proceso muy complejo en el que se deben poner de manifiesto un conjunto de cualidades que van a hacerla atractiva o a reportar utilidad a la sociedad en la que está inmersa. El código fiscal americano define el valor real de mercado como el precio al que la propiedad cambiaría de manos entre un comprador y un vendedor no estando ninguno de los dos obligado a vender o comprar y teniendo ambos un conocimiento razonable de los hechos pertinentes. En Francia, sin embargo, es el precio más probable que un adquirente sensato pagaría por la empresa, teniendo todas las informaciones que puedan recogerse sobre el objeto



de la negociación. Son definiciones ideales que vuelven a llevar la idea de que el concepto de valor es un abstracto. Afortunadamente, en la actualidad, el análisis estratégico de sectores y el entendimiento de las posiciones competitivas de las compañías llevan una determinación realista de los flujos de dinero o caja que una empresa puede proporcionar en el futuro. Lleva en esencia a una valuación objetiva que refleja la auténtica utilidad de una empresa.

La necesidad de la valuación, como ya se ha podido intuir, surge principalmente en el contexto de las adquisiciones y fusiones de compañías. Sin embargo, existen otras muchas situaciones en las que la empresa deberá valorar. Así el propietario que piensa en liquidar una compañía, necesita conocer su valor, aunque quizás desde una perspectiva muy distinta a la que tendría si pensara continuar con la actividad. También surge la necesidad ante herencias, divisiones, donaciones y seguros de vida. Es importante también la modalidad americana de seguros de hombres-clave.

Se puede encontrar un conjunto amplísimo de contextos en los que surge la necesidad de la valuación. Uno de los abanicos más amplios se encuentra en el manual "The professional handbook o business valuation" de Jeff A. Schnepfer.<sup>2</sup> La filosofía americana hace hincapié en los contextos fiscales en los que surge la necesidad de la valuación. Sin embargo otros autores de origen europeo estiman que las valuaciones a efectos impositivos no deben ser incluidas en una investigación sobre valuación de empresas, puesto que la autoridad fiscal utiliza procedimientos realmente esquemáticos para las mismas, que satisfacen muy remotamente la teoría de la valuación. Existe por tanto una primera divergencia en el concepto a nivel profesional.

Cabe también resaltar la importancia de los recursos humanos en el contexto de la valuación. Hay quien dice: "Dime lo que vale tu gente y te diré lo que vale tu empresa". Otros señalan que la prosperidad de un negocio suele depender de la capacidad del líder para atraer, reunir y retener un estado mayor competente del cual él es el animador. Muchas veces lo que se valora de una empresa es la capacidad de gestión. Puede ser lo que el Banco Bilbao estimaba como su mayor fuerza en el contexto de la fusión con el Banco de Vizcaya, y años después con Bancomer de México.

<sup>2</sup> "The Professional Handbook o Business Valuation" Jeff A. Schnepfer

No se debe olvidar en la valuación el elemento humano que aporta su esfuerzo, inteligencia, intuición, lógica y conocimientos y que en definitiva es el factor más importante que puede hacer crecer, hacer eficiente, controlar y garantizar la supervivencia de una empresa.

Es fundamental recordar que previo al proceso de valuación se han de definir los objetivos de la misma y buscar a partir de ahí un valor que, a nuestro juicio, debe ser objetivo y unitario.

### **II.1.3. Características de la función valuatoria**

La valuación ha de tener un motivo específico, un fin correcto. De esta forma se podrá hablar de valor de empresas en funcionamiento, valor de empresas en liquidación, valor contable y otras formas de valuación.

La valuación debe atender a consideraciones locales y temporales, en tanto que influyen en la propia conciencia socio-económica ante los objetivos valuados.

La valuación cumple una función de ayuda a aquellas personas que tienen que decidir sobre el objeto o situación valuada, luego no ha de entenderse con un fin en sí.

Barnay y Calva en su obra "Cómo valorar una empresa" señalan que en caso de negociación "esta bien considerar un peritaje previo del valor de la empresa, que permite iniciar la discusión sobre cifras razonables".<sup>3</sup>

El criterio fundamental de la valuación debe ser la potencialidad de los objetivos valuados, de acuerdo a la generación de utilidad, para el sujeto que la posea. Esto descarta toda posibilidad de valuación en base a hechos históricos excepto cuando exista completa incertidumbre sobre el comportamiento futuro, o cuando el valor que refleje la historia tenga ya incorporada una estimación de las expectativas futuras (como puede ser una cotización bursátil en un mercado eficiente).

<sup>3</sup> " Como Valorar Una Empresa " Barnay y Calva R. Myers,S."pp75,76.

La valuación de un conjunto de objetos no corresponde con la suma de las valuaciones individuales (como sería un balance contable). Es por ello por lo que siempre se ha de tener en cuenta la interacción entre las partes componentes del objeto o empresa valuada.

Esta situación en la que dos más dos pueden ser cinco, es una situación en la que existen sinergias positivas. Aparecerán por tanto sinergias cuando al valuar los componentes de una empresa el resultado de sus valores sumados sea inferior al valor global de la empresa, es decir al valor de todos esos elementos juntos trabajando en una dirección. Pueden existir también sinergias negativas. La valuación de estas sinergias es clave por ejemplo en el proceso de evaluación de la entidad resultante en una fusión entre compañías.

El valuador debe proyectar en una tarea los valores socio-económicos imperantes, así como las creencias, opiniones y teorías aceptadas por la sociedad en la que vive.

## **II.2. DELIMITACIÓN DEL TERMINO VALOR EN LA EMPRESA**

Una vez aclarada la distinción entre valor y precio de una empresa, definida la función valuatoria y explicadas sus características, es preciso para la delimitación del término valor en la empresa. Esto quiere decir identificar o distinguir con precisión a los sujetos y objetos que se valúan y a los factores internos y externos que afectan a la valuación.

### **II.2.1. La empresa desde el punto de vista del valuador**

Una vez definido el objetivo de la valuación, el siguiente paso a dar en el proceso es la identificación del tipo de empresa que se va a valuar. Puede ser una unidad jurídica o económica o tratarse de una empresa en funcionamiento, en liquidación o con cualquier otra característica que marque un camino diferenciador en la dirección del análisis.

En primer lugar se debe distinguir el sujeto-objeto a valuar.

La empresa como unidad económica, tanto si se trata de una compañía formada por una sola sociedad o por varias.

La sociedad como unidad jurídica propietaria de un patrimonio.

La explotación como unidad técnica, ya se trate de una explotación desarrollada en una como en varias plantas.

La planta, fábrica o establecimiento como unidad física.

Se debe conocer la situación con la que se puede encontrar el valuador a la hora de entrar en una empresa.

*Empresa en funcionamiento:* Es aquella en la que parte del peso de su situación actual se debe a la actividad económica pasada y se conecta además con la actividad que se continuará desarrollando en el futuro. Se suele caracterizar por la presencia de los elementos siguientes:

Posee una estructura de organización y dirección.

Ha realizado unas inversiones que le proporcionan capacidad para realizar su actividad (ya sean inversiones materiales o inmateriales y en activos fijos o en fondo de maniobra).

Desarrolla la actividad esencial de su negocio con regularidad y a un nivel de ocupación suficiente.

Presenta unas expectativas de continuidad al menos durante un número razonable de años (se entiende largo plazo).

La empresa en funcionamiento puede encontrarse en una de las siguientes etapas estructurales dentro de su vida:

- Crecimiento o expansión
- Estabilidad o madurez
- Declive o recesión

Obviamente dentro de estas etapas estructurales una empresa puede encontrarse en un período de alza o baja condicionada por aspectos externos (como pueden ser un “boom” de demanda o el buen momento económico de un país) o internos (como pueden ser un momento de renovación del equipo directivo o un momento de cambio de estrategia). Estos ciclos coyunturales deben ser aislados por el valuador.

También en esta fase debe de materializarse si la empresa se encuentra con un tamaño superior, inferior o medio con respecto a su sector y a la vez el sector con respecto a la economía de su entorno geográfico. También resultará de interés comparar el tamaño del sector entre varias economías nacionales.

La valuación de una empresa en funcionamiento debe considerarse como la evaluación de un proyecto de inversión.

*Empresas en liquidación:* Los aspectos que enmarcan el contexto de una empresa en liquidación son los de ausencia de proyección futura, estabilidad o crecimiento económico, es decir, es una empresa cuya actividad no tiene continuidad o se a acabado.

El proceso de valuación de una empresa en liquidación se centrará en la evaluación de sus activos a precios residuales contrastándolos con las deudas contraídas.

*Empresas de reciente creación:* Una empresa de este tipo se caracteriza por los siguientes elementos:

- Ausencia de hechos históricos significativos que hayan influido decisivamente en la situación actual de la empresa.
- Ausencia de una trayectoria económica definida.
- Inexistencias de organización y estilo de dirección y gestión definida.

- Desconocimiento por parte de sus impulsores de la dimensión buscada, que debe ser en todo momento adecuado a sus posibilidades operativas ya su capacidad futura de gestión.

En el caso de empresas de reciente creación la valuación debe apoyarse más en una estimación adecuada de los flujos de caja futuros que la empresa debe generar ya que en el presente y en el pasado no se cuenta con suficiente información al respecto.

Es determinante el planteamiento de escenarios de evaluación, es decir, de distintas escenas económicas previsible en el futuro, con distintos papeles para los actores, y el desarrollo de un análisis de sensibilidad que proporcione una correcta estimación de los distintos resultados a los que podría llegarse en caso de que se cumplieran unas u otras expectativas (que los actores económicos adoptaran uno u otro papel).

*Empresa deficitaria:* Es aquella que a tenido una evolución de sus resultados económicos deficiente con tendencia acumulativa de pérdidas. Se debe tener en cuenta que el análisis previo proporcionará información válida para saber si la empresa pierde por razones estructurales o si se trata de motivos únicamente conyugales. Solo se considerará que una empresa se encuentra dentro de este grupo si la tendencia es estructural.

La solución para estas empresas suele pasar por una restructuración total o por la venta por parte de sus activos (liquidación parcial. Normalmente el problema se suele deber a una dimensión equivocada o a que a quedado grande con respecto al negocio).

La vía de salida como se ha señalado pasa por una restructuración de esa dimensión a lo que hay que añadir un proceso de saneamiento financiero.

Dentro del contexto de la evaluación este tipo de empresas suelen tener un valor (correspondiente a las expectativas futuras en caso de continuar la actividad) inferior al valor de liquidación.

Será por tanto necesario calcular el valor como si fuera un proyecto de inversión, o como de una empresa en liquidación.

## II.2.2. Factores externos que afectan la valuación

En el proceso de valuación de una empresa se han de contemplar todo un conjunto de factores externos que se irán incorporando al mismo tiempo que el valuador va adquiriendo un mayor conocimiento de la compañía y formando un conjunto de expectativas de cara al futuro.

Los elementos que se deben analizar son:

*Evolución previa de la economía del país al que pertenece la empresa a valorar.*

*Evolución previa de sector (a nivel nacional e internacional)*

*Evolución de aquellas economías con los que la empresa y el país al que pertenece mantiene una relación estrecha.*

*Evolución prevista de la economía del país.*

Se hace necesario conocer en primer lugar cual es la dependencia de la empresa o del sector en que opera la empresa con respecto a la economía del país. No es lo mismo una empresa que produce y vende artículos de consumo, que una empresa que fabrica material para hospitales. Mientras la primera tendrá un paralelismo importante con la evolución económica, la segunda no se verá influenciada de una forma tan importante. Tampoco será igual la influencia sobre una empresa de artículos de consumo diario que sobre una de artículos de consumo.

A continuación el valuador debe tratar de establecer una correlación entre la evolución en una de las macromagnitudes socioeconómicas y los futuros ingresos, gastos, inversiones, fuentes de financiación y costos financieros de la empresa sujeta al proceso de valuación.

En primer lugar se trata de identificar y cuantificar la correlación o dependencia que en la actualidad tiene y en el futuro tendrá la empresa valuada (o el sector en el que opera) con la evolución económica general del país.

### *Evolución del sector*

El análisis del sector en el que opera la compañía es el segundo factor externo a considerar en la valuación. No se trata de conocer el grado de rivalidad sino de saber en que etapa de su existencia estructural se encuentra. Como señalábamos con anterioridad una empresa puede pertenecer a un sector de expansión, en estabilidad o en declive. Será de gran utilidad realizar análisis históricos de las ventas, importaciones, exportaciones, inversiones y producción del sector. Muchas veces puede proporcionar ayuda analizar el cuadro de ventas históricas de las principales empresas del sector. Esa evaluación histórica facilita al valuador el momento en que debe realizar previsiones sobre el futuro de la empresa.

### *Evolución futura de las economías relacionadas.*

Actualmente una economía nacional no actúa sola. Como consecuencia de los acuerdos económicos, la apertura de los mercados y la internacionalización general no sólo de la economía sino incluso de la política, un país se desplaza por el potencial de otros estados o “empujando” a los demás. Durante la última década ha sido la economía americana la que ha actuado como impulsora internacional. Hoy en día países como Japón o Alemania pueden tomar el relevo. En el contexto mexicano ya no podemos hablar de un mercado aislado y sí de un mercado global.

El valuador deberá realizar un análisis de la proyección de los países que conforman el ámbito de las relaciones económicas de la nación en la que actuó la empresa valuada.



Esta proyección se basará en el análisis de las tendencias de sus macromagnitudes económicas y sociales y de su futura situación política.

Se podrá considerar que una empresa que hoy tenga relaciones con los países del este, tiene unas perspectivas importantes que por supuesto aumentarán su valor esperado.

### **II.2.3. Factores internos que afectan a la valuación**

La exposición más exhaustiva de factores internos a tener en cuenta en un proceso de valuación la encontramos en "Historia de la empresa y naturaleza de su negocio". En gestión financiera de la empresa por Pérez A.- Ed. Alianza p.p 75 y 76. En ella se consideran ocho factores: 4

*Historia de la empresa y naturaleza de su negocio:* Nos proporcionará una idea del riesgo inherente al negocio.:

Estabilidad de su historia financiera.

Grado de crecimiento o decrecimiento financiero.

Nivel de diversidad en las operaciones.

Cambios significativos en el volumen de negocio o en la tendencia de las operaciones.

*Entorno en el que opera el negocio:* En este sentido debe analizarse el sector industrial pero no dentro de una perspectiva estructural o de análisis tendencial y predictivo, sino con el fin de conocer el grado de rivalidad existente, el grado de fragmentación en la industria, el grado de facilidad de entrada al sector, el nivel de intensidad de capital o trabajo, la capacidad de la empresa para soportar cambios en los niveles de precios, su capacidad en el control de costos y su vulnerabilidad a la regulación y el control legal.

*Valor en libros de la empresa y condición financiera del negocio:* El valor en libros es el valor que sobre las obligaciones financieras tienen los activos reales de una empresa. También se denomina valor contable.

4 " Historia de la Empresa y Naturaleza de su Negocio ". En : Gestión Financiera de la Empresa por Perez A.-Ed. Alianza pp 75-76

*Capacidad de la empresa para obtener ganancias:* Es lo que algunos autores denominan rentabilidad. En este punto el valuador debe estudiar la historia de la empresa en cuanto a generación de ingresos y elaborar una predicción con respecto al futuro, en cuanto a la historia deben analizarse los puntos recurrentes y no recurrentes y por otro lado los ingresos operativos y extraordinarios, distinguiendo en este punto los financieros. Los puntos recurrentes hacen referencia a eventos que se realizan con cierta periodicidad y que provocan alzas o bajas en los ingresos de las empresas y los no recurrentes son aquellos de carácter extraordinario que provocan oscilaciones no problemáticas eventuales.

*Capacidad de pago de dividendos:* Sería como la capacidad del rendimiento financiero a nivel de, accionista. Representaría un intento de determinación de la rentabilidad potencial.

*Existencia de good-will (fondo de comercio) y otro valor intangible:* El fondo de comercio se define en esta regla como el valor de los activos del negocio (activos físicos, inmateriales, humanos, poder de marca) tiene sobre el valor en libros de la empresa. Un ejemplo claro puede ser el del corte Inglés. Esta empresa posee un valor superior al del valor en libros aportado en otras cosas por la localización de sus almacenes y por el prestigio adquirido tanto en su marca y en sus operaciones exitosas. Otro ejemplo puede ser Coca-Cola.

*Venta de acciones:* Deben ser estudiadas las últimas transacciones de acciones puesto que pueden proporcionar un indicador al valuador.

*Comparación con el valor de las acciones de empresas similares:* Como se ha podido observar la filosofía de análisis, pone énfasis en cuestiones de naturaleza financiera.

Otros autores ponen el énfasis en otro conjunto de factores, no solo financieros, sino de naturaleza comercial, técnica, humana, jurídica y fiscal.

*Factores de naturaleza comercial:* Se reúnen un conjunto de factores que permiten conocer el grado de penetración en el mercado de la empresa valuada, entre ellos destacan:

Lugar que ocupa la empresa en el mercado.

Característica y antigüedad de los productos, lo que permite una aproximación a la innovación de la empresa.

Previsión de las ventas futuras, extrapolar las pasadas, conociendo el porcentaje que representa cada uno de los productos de la empresa sobre el total de las ventas y distinguiendo lo que representa la exportación.

Análisis de los clientes y de las políticas que la empresa ha desarrollado hacia los mismos.

Grado de protección y vulnerabilidad de la empresa a su competencia nacional e internacional.

Posibilidades de expansión (de productos, mercados y clientes) y de diversificación.

Para las empresas vendedoras de productos de gran consumo debe analizarse la sensibilidad a la inversión publicitaria es decir, conocer cuál ha sido el efecto sobre las ventas a lo largo de la vida de la empresa, intentando identificar si puede existir cierto efecto "recuerdo" de la misma, lo que otorga potencial de venta a la empresa. Generalmente existirá un nivel de conocimiento y recuerdo de marca que es necesario intentar aproximar.

Existen factores de naturaleza comercial que inciden en el proceso de valuación y que se deben aislar, estimar y ponderar.

*Factores de naturaleza técnica:* Los factores de naturaleza técnica junto con los financieros son los que intervienen en los cálculos de la evaluación. Para conocer la capacidad de producción es necesario evaluar todos los recursos de la empresa. Así mismo deben realizarse simulaciones del cual puede ser la capacidad máxima si se procede a una desintegración, es decir, si se dejan de realizar ciertos procesos o se dejan de fabricar ciertos productos.

Al realizarse una predicción sobre ventas futuras, habrá que hacer una correcta ponderación de la capacidad de la empresa para poder atenderlas, así como de las inversiones necesarias en caso de que la capacidad instalada en la actualidad no sea suficiente.

Debe analizarse también la experiencia acumulada y el nivel tecnológico y calidad de los equipamientos de la empresa.

*Factores de orden humano:* Como ya se dijo antes, el factor calidad de los recursos humanos o capacidad de gestión de sus principales ejecutivos, es un factor muy importante en el proceso de valuación de la empresa.

Cabe señalar que los equipos de personas, los sistemas organizativos y el estilo de gestión forman parte de “fondo de comercio” de una sociedad.

*Factores de índole jurídico, administrativo y fiscal:* El organigrama de la sociedad y la coherencia del mismo con las estrategias de la empresa lo que determinará las necesidades estimadas de recursos para los próximos ejercicios.

Sistemas informáticos de la empresa. Un sistema bien diseñado, planificado y desarrollado llevará a la empresa a importantes ahorros y productividad de la gestión. Un sistema mal orientado, improvisado o construido en forma desordenada y sin planificación puede inducir a importantes costos.

Examen de los estatutos de la sociedad. Informarán sobre quien participa en el reparto de beneficios y sobre limitaciones a la venta o compra de participaciones a la sociedad principalmente.

Derechos y obligaciones contraídos por la sociedad sobre, pólizas de seguros, préstamos y créditos, acuerdo con otras empresas, propiedad industrial (patentes y marcas), garantías e hipotecas.

Situación fiscal. Se debe conocer el estado de cuentas con la administración así como, los posibles subsidios o ayudas que la misma haya otorgado a la empresa.

La determinación del valor de una empresa debe basarse en una correcta previsión del dinero o flujos de caja que va a obtener en el futuro. Se hace imprescindible por tanto, el análisis de todos aquellos factores de naturaleza diversa que inciden en su actividad y que permiten conocer la evolución de la empresa.

### **II.3. VALUACIÓN CONTABLE**

Una vez delimitado el término de la empresa, es necesario conocer los distintos métodos de valuación. En primer lugar hablaremos sobre la valuación contable o valuación en libros que en realidad no representa el valor de la empresa entendida ésta como un proyecto de inversión. Es por ello que pierden importancia los factores que hemos venido considerando hasta ahora. En realidad este valor en libros debe servir como punto de arranque con el que comparar el valor de la empresa si obtenemos este por un método que proyecta el potencial económico financiero de la empresa en el futuro. Estos métodos si se basarán en un complejo y detallado análisis de factores externos e internos antes mencionados.

La diferencia obtenida entre estos y el valor contable puede ser una buena aproximación del fondo de comercio, es decir, del mayor valor que tiene una empresa por su posible evolución futura o por valores intangibles.

El método del valor contable entraría dentro de la tendencia existente hacia la valuación de la empresa en base a los elementos que la componen.

$$\mathbf{V = ACTIVO- PASIVO}$$

V= Valor de la empresa

Para conocer el valor del activo neto real se debe proceder a un estudio y un estudio de valuación de cada uno de los elementos que constituyen la empresa. El pasivo exigible requiere conocer la deuda que la empresa tiene contraída.

Si los estados financieros están correctamente auditados y estos ponen de manifiesto la imagen fiel de la situación patrimonial de la empresa, será sencilla la valuación.

Proponemos el siguiente ejemplo: una empresa X en proceso de expansión pretende dar entrada a un nuevo socio. Este nuevo socio va a aportar su propia empresa K a cambio de la entrada en la sociedad X. Se plantea el problema de la valuación de la aportación y ambas partes acuerdan tras una auditoría especial valorar la empresa por el método contable más un 10% como fondo de comercio. Cuál será el valor de la aportación si el balance de esta empresa K es el siguiente: De acuerdo con la tabla 1

**TABLA 1**  
**Balance de Situación**

<b>ACTIVO</b>	<b>PESOS</b>	<b>PASIVO</b>	<b>PESOS</b>
Gastos amortizables	\$2,000	Capital	\$25,000
Activo fijo material	\$53,000	Reservas	\$10,000
Activo fijo Inmaterial	\$7,000	Deuda a largo plazo	\$13,000
Amortización acumulada	(\$19,000)	Proveedores	\$5,000
Existencias	\$4,000	Créditos a corto plazo	\$3,000
Clientes	\$7,400		
Tesorería	\$1,600		
<b>Total activo</b>	<b>\$56,000</b>	<b>Total pasivo</b>	<b>\$56,000</b>

Fuente : El autor

Activo real neto = Activo total neto – Activo ficticio

Activo ficticio = Gastos amortizables = \$2,000

Activo real neto = \$56,000 - \$2,000 = \$54,000

Deuda = Deuda a largo plazo + Créditos a corto plazo + Proveedores

Deuda = \$13,000 + \$3,000 + \$5,000 = \$21,000

Valor contable = \$54,000 - \$21,000 = \$33,000

Valor pactado = valor contable \* 1.10 = \$33,000 \* 1.10 = \$36,300

El valor neto contable es la diferencia entre los activos netos reales y los pasivos exigibles reales.

### **III. FUSIONES Y ADQUISICIONES DE EMPRESAS**

#### **III.1. RAZONES ECONÓMICAS DE LAS FUSIONES Y ADQUISICIONES DE EMPRESAS**

Una fusión consiste en el acuerdo entre dos o más sociedades, jurídicamente independientes, por lo que se comprometen a juntar sus patrimonios y formar una nueva sociedad. Si una de las decisiones absorbe a los patrimonios de las demás se dice que se ha producido una fusión por absorción. Pero no hace falta hacerse con el control de una empresa a base de fusiones o absorciones, dado que también se le puede controlar sin necesidad de mezclar los patrimonios de la vendedora y de la compradora, bastaría con hacerse con la mayoría de las acciones, a esto se le denomina adquisición.

##### **III.1.1. El objetivo final de la adquisición**

Cuando una empresa adquiere a otra o se fusiona con ella, lo hace buscando algún objetivo. De hecho la decisión de adquirir o no, una sociedad es una decisión de inversión. Los motivos para una combinación son varios y complejos no siendo mutuamente excluyentes puesto que, normalmente, existe más de un motivo en una combinación. Ahora bien, el propósito final es aumentar el valor del mercado de la empresa. Las fusiones y adquisiciones son una buena idea cuando el valor del mercado de la empresa combinada es mayor que el valor de las sociedades independientemente consideradas. Cuando esto ocurre, es decir, cuando el resultado es superior a la suma de las partes, se dice que se ha producido un efecto sinérgico.

En el caso concreto de las adquisiciones, se puede hablar de la existencia de sinergia cuando el valor actual de los flujos de tesorería supera el precio de compra de la empresa a adquirir; por lo tanto, el análisis de una posible adquisición debe basarse en la posibilidad de producir sinergias. La adquisición de una empresa con una línea de negocios distinta a la de la empresa adquiriente difícilmente producirá dicho efecto. Cuando la eficiencia comienza a descender, la empresa adquiriente obtiene un rendimiento marginal inferior al requerido por el mercado.

Si la empresa a comprar está bien valuada en el mercado, la sociedad adquirente pagará lo que vale aquella como entidad independiente. Aunque lo más normal es pagar una prima sobre el precio de mercado debido a que en el momento de hacer la oferta pública de adquisición el precio de las acciones de la empresa subirá. Esta subida se debe a que el mercado exige el pago de una cantidad adicional, la prima, por la pretensión de hacerse con el control de la sociedad. Es decir si alguien adquiere un pequeño paquete de acciones de una empresa, ello, en si mismo, no debería producir ninguna oscilación del precio de cotización; pero otra cosa ocurre cuando el tamaño del paquete es suficientemente grande como para influir en las decisiones de la empresa, el mercado exige un mayor precio por dicha toma de control.

De tal manera, que solo si es posible producir en la fusión de un efecto sinérgico, se podrá compensar dicha prima consiguiendo que la operación obtenga un rendimiento superior al dicho por el mercado de acuerdo con el riesgo sistemático. Aunque debemos tener en cuenta que cuando más grande sea la prima menor será la probabilidad de éxito.

### **III.1.2. Razones de una fusión**

Existe una gran cantidad de motivos por las que se llevan a cabo fusiones y adquisiciones de empresa. Curiosamente, las decisiones tomadas están, a menudo, basadas en una información inconsistente e, incluso, incompleta. Pudiendo observarse, en algunos casos, que en determinadas combinaciones algunos de los motivos aducidos pueden ser conflictivos e incompatibles. Ahora bien, hay una serie de motivos razonables por los que parece lógico decidir una combinación de empresas, puesto que todos son susceptibles de producir un efecto sinérgico con bastantes garantías.

#### **III.1.2.1. Economías de escala**

La busca de economías de escala es una de las razones de peso más frecuente para llevar una fusión. La economía de escala se obtiene cuando el costo unitario medio de la producción desciende cuando aumenta la producción.



Con ello se puede afrontar inversiones a gran escala, asignar los costos de *investigación y desarrollo* sobre una base de mayores ventas y mayor activo o por ejemplo, conseguir economías en la producción y comercialización de productos; pudiéndose suprimir gastos comunes de las diferentes sociedades implicadas, dado que dichos conceptos de costo aumentan menos que los que son directamente proporcionales con el volumen de actividad.

Un factor que contribuye a la consecución de economías de escala es la indivisibilidad, que *pueden encontrarse en individuos infraestructura o equipamiento*. La especialización de hombres y máquinas puede también, llevar al logro de economías de escala a través del aprendizaje e, incluso, los costos de administración pueden ser reducidos a través de la coordinación de *actividades relacionadas, aunque pueden surgir desde economías de escala cuando la gerencia es un factor fijo*.

Las economías de escala son el objetivo perseguido al hacer una fusión que se produce al unirse dos empresas de la misma línea de actividad.

### **III.1.2.2. Economías de integración vertical**

Las fusiones verticales, formadas por empresas que se expanden para aproximarse más con sus *productos al consumidor o a la fuente de materias primas*, persiguen este tipo de economías al pretender el control de la mayor parte del proceso productivo (canales de distribución y abastecimiento) lo que se puede conseguir fusionándose con el proveedor o con un cliente.

Este tipo de integración facilita la coordinación y administración. En algunos casos la tecnología o la pericia adquiridas en una fase de la producción pueden ser útiles en otras de las adquiridas en una fase de la producción pueden ser útiles en otra de las fases.

### **III.1.2.3. Eliminación de ineficiencias**

Uno de los argumentos utilizados para recomendar las fusiones, dicen que son instrumentos para prevenir las decadencias de las empresas haciéndolas recobrar su salud perdida. Siempre hay empresas con beneficios que podrían verse incrementados mediante una mejor dirección operativa o financiera. La adquisición de estas empresas es lógicamente el blanco de otras que mantienen una mejor gerencia.

### **III.1.2.4. Ventajas fiscales no aprovechadas**

Una empresa que tenga pérdidas que puedan trasladarse tributariamente hacia el futuro, podría desear adquirir una o más empresas más rentables para utilizar ese traslado. De lo contrario, la posibilidad de trasladar las pérdidas hacia el futuro puede expirar al finalizar el periodo de 5 años por carecer de beneficios que permitan utilizarla en su totalidad. Por esta razón, una empresa puede estar dispuesta a *adquirir una* empresa rentable, claro que puede incurrir a la inversa, es decir, una empresa rentable adquiere un poco rentable con la idea de reducir sus beneficios y por ende su pago de impuestos.

### **III.1.2.5. Las fusiones como empleo de fondos excedentes**

Cuando una empresa genera una cantidad de fondos y tiene pocas oportunidades de invertirlos de una manera rentable ( por que las inversiones internas rinden menos que el costo de oportunidad del capital) puede emplearlos en la adquisición de otras empresas. Las empresas con excedentes de tesorería están consideradas como el banco lógico para la adquisición.

### **III.1.2.6. Combinación de recursos complementarios**

Muchas pequeñas empresas son adquiridas por otras grandes debido a que pueden aportar componentes que son necesarios para el éxito de la empresa resultante de la fusión y de los que carece la adquirente. Por supuesto es posible que dos grandes empresas se fusionen, por este motivo, pero las ganancias reales de esta naturaleza son más frecuentes cuando las grandes empresas adquieran a las más pequeñas.

### **III.1.3 Razones discutibles para llevar a cabo una fusión**

#### **III.1.3.1. Diversificación**

Las empresas que tienen excedentes de tesorería suelen invertir dicho sobrante en empresas que operan en mercados diferentes al suyo con objeto de diversificar lo cual hace descender el riesgo económico de la empresa, puesto que ya se sabe que no se deben poner todos los huevos en una misma canasta.

Las empresas que emplean la diversificación como el motivo fundamental de su fusión deberán tener en cuenta que la misma no crea ninguna riqueza adicional a sus accionistas y por lo tanto, no tiene sentido económico.

Sin embargo, muchos directivos buscan a través de la reducción del riesgo económico, ahora bien, dicha operación no es necesaria para los accionistas que como inversores pueden diversificar adquiriendo títulos de otras empresas, sin ninguna necesidad de pedir consejo a los gerentes de las mismas y, además de una forma mucho más rápida y barata de lo que la empresa lo haría.

#### **III.1.3.2. Adquisiciones para aumentar las ventas**

El poner como pretexto de las adquisiciones la pretensión de aumentar las ventas debe ser rechazado, entre otras cosas, por que si no todas las adquisiciones tendrían sentido.

#### **III.1.3.3. Motivaciones de los directivos**

Los gerentes prefieren dirigir empresas grandes que chicas empresas. La recompensa del directivo esta relacionada directamente con la extensión del control que puede ser medido de varias formas: número de empleados, cantidad de ventas, tamaño del presupuesto, propiedad de la empresa.

---

El crecimiento en activos y ventas es mostrado a menudo como objetivo *aceptable para las organizaciones industriales*, pero se le suele ver como objetivo de la gerencia que no tiene por que acabar creando una riqueza adicional y, hay quien opina que no es deseable desde el punto de vista económico.

#### **III.1.3.4. Efectos sobre las utilidades por acción**

Uno de los *objetivos más populares* de las organizaciones es aumentar las utilidades por acción (UPA) muchas fusiones han sido justificadas en términos de su efecto sobre las UPA y las sociedades son valuadas utilizando un múltiplo de beneficios. Ahora bien el efecto de los beneficios de las UPA no indica si una fusión crea o no riqueza, perseguir el aumento de las UPA es un objetivo insatisfactorio puesto que aquellos no tienen en cuenta el valor de los flujos de caja y el riesgo asociado.

#### **III.1.3.5. Menores costos de financiamiento**

Otra de las razones para buscar la fusión entre dos empresas es que ambas tendrían más facilidades crediticias que si están separadas (sinergia financiera). A través de la fusión, la capacidad de endeudamiento de la entidad combinada será mayor que la suma de las dos capacidades individualmente consideradas. El motivo por el que ocurre esto se debe a que la variedad de dos corrientes de liquidez se puede reducir al combinarlas, lo que reduce la probabilidad de suspensión de pagos en el caso considerado. Por lo tanto se produce una reducción del riesgo financiero, que produce un mayor deseo por parte de los prestamistas de suministrar recursos financieros a la nueva sociedad.

Basándose en la sinergia financiera conseguida, algunos especialistas opinan que las fusiones, sobre todo en el caso de conglomerados, aumentan la riqueza de los accionistas.

### **III.1.3.6. Crecimiento**

Una empresa puede no estar en condiciones de crecer a una tasa rápida, o suficientemente equilibrada, basándose en su propia expansión interna y puede llegar a encontrar que la única manera de lograr la tasa deseada de crecimiento es por medio de la adquisición de otra empresa. Por desgracia, en este tipo de fusiones se suele sustituir el objetivo de maximizar el valor de la empresa por el crecimiento en las ventas que, como ya comentamos, no siempre tiene sentido económico, pero que está avalado por los ejecutivos que prefieren por razones de prestigio y mayor salario una empresa más grande.

### **III.1.3.7. Buen precio**

Una de las razones por las que se efectúan adquisiciones es que la empresa a comprar está subvalorada en el mercado, es decir, que tiene un precio muy barato. Lo cual parece implicar que la empresa adquiriente posee una información que el mercado no conoce, o que éste es bastante ineficiente; ambas explicaciones son bastante difíciles de sostener debido a la importante competencia existente entre los compradores de empresas.

La posibilidad de conocer información reservada sobre la empresa a adquirir puede darse cuando ésta última suministra dicha información a la adquirente de una forma voluntaria como forma de convencerla para que la adquiera antes de que lo haga otra tercera sociedad.

### **III.1.3.8. Razones personales**

Los propietarios de una empresa bastante controlada pueden desear que su empresa sea adquirida por otra que posea un mercado establecido para sus acciones. Aquellos pueden tener una parte demasiado grande de su riqueza inmovilizada en la empresa y al fusionarse con una empresa cuyas acciones estén en poder del público, obtienen una mejoría importante en su liquidez, lo que les permite vender parte de sus acciones y diversificar sus acciones.

Otra razón es cuando deciden adquirir la empresa en la que trabajan, o al menos una parte de la misma.

### **III.1.4. Formas de realizar la adquisición**

#### **III.1.4.1 Adquisición por fusión**

Se refiere al caso en que los activos y pasivos de una compañía vendedora se transfieren a la compañía compradora y son absorbidos por ésta. La compañía vendedora desaparece como identidad independiente. El comprador asume todos los pasivos y activos del vendedor, lo que hace su mecánica algo más sencillo que otros casos, claro que el comprador deberá asegurarse que ha considerado todos los pasivos, puesto que una vez realizada la fusión no tendrá a nadie a quien quejarse si ha cometido algún error.

Se producirá una consolidación cuando dos empresas se fusionan para crear una totalmente nueva lo que hace que no se especifique quién compra a quién, lo que muchas veces resulta ser una ventaja. Obsérvese la importante diferencia entre fusionarse y ser fusionado o absorbido.

#### **III.1.4.2. Adquisición de acciones y Oferta Pública de Acciones ( OPAs)**

##### **III.1.4.2.1. Introducción**

En este caso se hace con las acciones del vendedor a cambio de tesorería, acciones u otros títulos emitidos por el comprador. Su mecánica es muy simple puesto que los accionistas de la vendedora ejercen, o no, su derecho a vender sus acciones según les parezca la oferta de adquisición de la compradora. Claro que su principal desventaja estriba en que cómo algún accionista se resista a vender los dos negocios no podrán estar plenamente integrados.

La principal diferencia entre la fusión y adquisición estriba en la parte que puede aceptar o rechazar la operación. Una fusión es, en esencia, un contrato entre la parte que puede aceptar o rechazar la operación.

Los accionistas no tienen oportunidad de votar antes de que la alta dirección haya tomado el acuerdo; eso si, una vez realizado el contrato entre ambos equipos directivos entonces deberá ser refrendado por la Junta General de Accionistas y será raro que esta rechace dicho acuerdo.

En contraste una OPA es un contrato entre la dirección de una empresa compradora y los accionistas de la empresa a adquirir, por esa misma razón hay un cierto elemento de sorpresa asociado con ellas. Como puede observarse, en este caso no hay por qué contar con la gerencia de la empresa a adquirir, por dicha razón es normal que ésta última utilice todos los medios a su alcance para impedir la adquisición, que podría poner en peligro sus puestos de trabajo y su reputación como gerentes.

Otra diferencia radica en que en la fusión hay realmente una mezcla de las dos empresas, desapareciendo ambas para crear una nueva. Las OPAs, fundamentalmente, persiguen asegurar el control sobre determinada empresa por parte de la adquirente pero sin englobar a aquélla dentro de ésta.

La OPA puede ser amistosa u hostil dependiendo de si la gerencia de la empresa a controlar ha sido avisada y está en cierta forma de acuerdo con la propuesta de la adquirente o si, por lo contrario, la oferta se hace directamente a los accionistas de la empresa adquirida sin contar para nada con la opinión de sus directivos.

La OPA consiste en la oferta de comprar acciones de otra sociedad a un precio fijo por acción a los accionistas de la misma que lo deseen. Para ello dichas acciones pueden ser compradas a cambio de dinero líquido o de las propias acciones de la sociedad adquirente.

#### **III.1.4.3. Adquisición de activos.**

Consiste en comprar los activos del vendedor, efectuándose el pago directamente a la empresa vendedora (no a sus accionistas) y éste podrá ser en forma de tesorería, acciones del comprador u otros títulos emitidos por el comprador.

Así al adquirir sólo determinados activos y pasivos el comprador no tiene que preocuparse de la existencia de accionistas minoritarios. Claro que la transferencia de activos conlleva unos costos legales y administrativos adicionales.

### **III.1.5. Las etapas de una fusión**

*Etapas de pre- fusión:* En el interior de la organización predomina el planteamiento de nuevas alternativas sobre la necesidad de fusionarse, de adquirir otras empresas o de resultar ser adquiridos.

*Etapa de anuncio:* Se anuncia el proceso de fusión que conlleva crecientes expectativas e incertidumbres. Esta etapa, por lo general se desarrolla en un ambiente de políticas a menudo muy contradictorias.

*Etapa inicial de la fusión:* Predominio de la incertidumbre, se mantienen las formas habituales de hacer de cada una de las organizaciones, existe un espíritu inicial de cooperación por parte de los miembros de ambas organizaciones que puede deteriorarse en poco espacio de tiempo por la operación de situaciones conflictivas.

*Etapa de fusión normal:* Puede ser la etapa de mayor inestabilidad, ya que se producen hostilidades y aumento de conflictos. Es la etapa en la que realidades que se producen se enfrentan a las expectativas individuales, y algunos colaboradores comienzan a abandonar la organización.

*Etapa de fusión real:* Sentimiento de dos culturas diferentes. La estructura formal se encuentra definida, pero continúa la ambigüedad en el funcionamiento real.

*Etapa de fusión informal:* Se caracteriza por una nueva y definitiva estabilidad organizativa a nivel formal y espontánea, es una etapa de clarificación y de acomodo de las expectativas a un marco real.



El proceso de fusión exige la realización de una serie de formalidades , que se resumen de este modo:

- Elaboración del balance de fusión
- Realización del proyecto de fusión
- Informe de expertos independientes sobre el proyecto
- Informe de los administradores
- Convocatoria de la junta general
- Aprobación del acuerdo
- Publicación y oposición del acuerdo
- Escritura de fusión Inscripción registral

## **III.2. LA COMPRA MEDIANTE APALANCAMIENTO FINANCIERO**

### **III.2.1. Introducción**

Una compra apalancada Leveraged buy- out (LBO) consiste en financiar una parte importante del precio de adquisición de una empresa mediante fondos ajenos. Esta última está asegurada, no sólo por la capacidad crediticia del comprador, sino por los activos de la empresa adquirida y por los flujos de caja esperados.

Puede definirse una , leveraged buy-out, (LBO) como la financiación mediante endeudamiento del precio de adquisición. Se produce una obtención de liquidez por el adquirente mediante la deuda a la que deberá hacer frente la empresa adquirida, para pagar a los accionistas de esta por la compra de sus participaciones.

Las operaciones de buy-out suelen denominarse de distintas maneras:

*Leveraged Buy-Out (LBO)* traducido por adquisiciones apalancadas, es decir, compra de una empresa mediante la toma total o parcial, del dinero necesario a préstamo con lo que la empresa queda más o menos descapitalizada.

*Management Buy-Out (MBO)* El equipo directivo o de gestión de la compañía se constituye en grupo inversor o al menos lidera éste. Una variante de esta clase es el MBI que se da cuando ese grupo inversor está constituido por ejecutivos externos a la compañía.

*Leveraged Cas-Out (LCO)* Cuando los accionistas de la empresa en cuestión reciben, además del dinero, acciones de la nueva empresa.

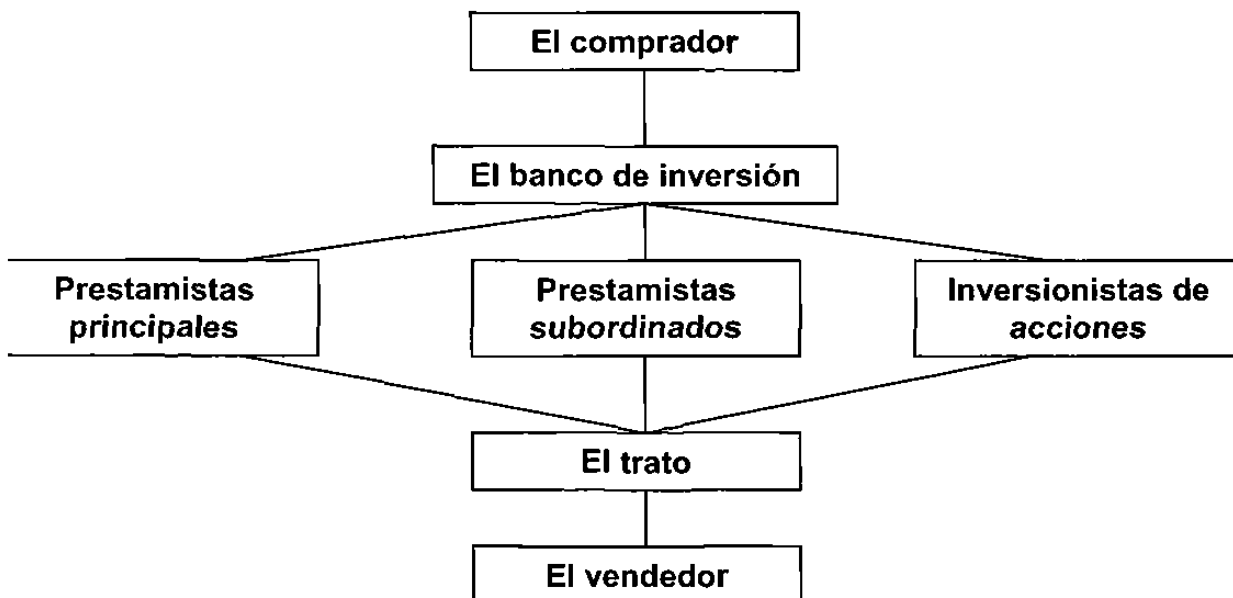
*Leveraged Buy-in (LBI)* Cuando un equipo directivo o grupo de inversión externo adquiere una compañía con intención de potenciarla, previa capitalización.

*Labor Buy-Out* Operaciones en donde participa la totalidad de la plantilla de empleados junto al equipo gestor. Este tipo de operaciones se han desarrollado especialmente a partir de 1982. En los Estados Unidos de Norteamérica

### III.2.2. Componentes de un LBO

Los principales componentes de un LBO son el comprador, el banco de inversión, los inversionistas y el vendedor, como se presenta en la siguiente figura 1

FIGURA 1



Fuente: El autor

Los flujos de información entre ellos deben ser exactos y precisos para asegurar el éxito de la operación.

Con esta información los inversionistas se encuentran en disposición de elegir cuánto quieren invertir y de qué forma van a hacerlo. En los LBOs los inversionistas suelen colocar su dinero en las distintas capas de financiamiento de la operación, lo que recibe el nombre de financiamiento mediante franjas verticales y cuyo objetivo es que cada inversionista posea una parte de cada equipo de financiamiento, debido a los conflictos que podrían suscitarse entre los diversos prestamistas para financiar las diversas etapas de deuda y acciones con sus distintos rendimientos y riesgos asociados.

### **III.2.3. El comprador**

La institución compradora que lanza el LBO suele estar formada por un grupo de inversionistas, que en algunos casos podrán ser los mismos gerentes de la empresa a adquirir, en cuyo caso nos encontraremos ante lo que se denomina una compra por la gerencia o, más comúnmente, Management Buyout (MBO). Si dicho grupo estuviese formado por los propios empleados de la empresa a adquirir se denominará compra de los empleados apalancada o Leverage Employee Buyout (LEBO). Pero, el caso más general es el compuesto por uno o más inversionistas que se endeudan fuertemente para adquirir una empresa determinada, o parte de ella.

Si una empresa es adquirida por su propia gerencia (MBO) o por sus empleados (LBO), en pura teoría, su espíritu sufrirá una transformación, puesto que aquellos que trabajen en la empresa lo estarán haciendo también para ellos mismos, lo que implicará un aumento de lealtad y devoción al trabajo, debiéndose reflejar con bastante prontitud en los beneficios de la misma.

### **III.2.4. Los prestamistas principales**

El empleo de recursos financieros ajenos es, tal vez, el instrumento más utilizado a la hora de financiar una adquisición. Se denomina deuda principal a aquella cuyos propietarios tienen el derecho de cobrar sus intereses con prioridad con respecto a otros tipos de deuda.

Los préstamos o deudas, principales se agrupan en dos clases, asegurados o no asegurados. El financiamiento asegurado recibe su nombre al estar avalado por los flujos de tesorería esperados y por los activos de la empresa adquirida, incluyendo garantías suplementarias, como derechos de retención sobre una parte, o la totalidad, de los inventarios y de los derechos de cobro de la misma. El prestamista o suministrador de recursos financieros, más importante suele ser un banco comercial, que ofrece el principal financiamiento asegurado. Mientras que en la segunda categoría se encuentran otro tipo de entidades financieras. Normalmente el financiamiento principal cubre entre el 50 % y el 60 % de los recursos financieros totales de un LBO.

#### **III.2.4.1. Garantías y plazo de la deuda principal**

El plazo de este tipo de financiamiento dependerá de la vida económica de los activos que lo avalan, así que si estos son terrenos o edificios la duración oscilará entre 10-15 años y, si son equipos productivos, entre 5-7 años. El valor del préstamo dependerá de la liquidez independiente de profesionales, que suele ser una empresa de valuación (la cual dará el valor de liquidación del activo si éste se pudiese vender con cierta tranquilidad, es decir, seis meses de plazo), aunque también se pueden utilizar empresas de subastas (proporcionarán el valor de liquidación inmediato, por lo que su precio de liquidación será inferior al de los valuadores) y negociantes en equipos. El valor del préstamo avalado sobre activos fijos se situará alrededor del 80 % de liquidación de los mismos.

Por otro lado, si los activos fuesen inventarios o derechos de cobro, avalarán créditos renovables a corto plazo, que se basarán en los valores garantizados por los anteriores (70 %-90 % del valor de los derechos de cobro a 60-90 días; 50 %-90 % del valor del inventario de materias primas y de productos terminados; y no más del 20 % del de productos en curso). Téngase en cuenta que un derecho de cobro cuya antigüedad supere los 90 días no vale nada para el prestamista y que éste, además analizará el grado de concentración de los clientes de la empresa. Este tipo de préstamo es suscrito con base en la demanda esperada, lo que quiere decir que pueden ser reclamados en cualquier momento, o al llegar al término de su duración (sin permitir su renovación).

Los prestamistas asegurados pueden proporcionar “franjas” de deuda asegurada por activos *individuales o una deuda cuyos intereses* estén garantizados por la totalidad de los activos de la empresa. Otra forma de asegurar la deuda es utilizando como garantía adicional, puede ser una carta de crédito suscrita por un tercera parte. Por supuesto, el prestamista principal exigirá que figure una serie de convenios limitativos en el contrato del préstamo; estos podrán ser de tipo positivo (mantener los activos en buen estado, mantener ciertos rangos financieros), o de tipo negativo (no pagar dividendos, no incurrir en el endeudamiento adicional).

### **III.2.4.2. El tipo de interés**

Las características financieras de la deuda principal asociada a una adquisición dependerán de la cantidad de las garantías, de la calidad de los activos asociados a la misma, de los resultados históricos de la empresa, de su gerencia y, por supuesto, de las expectativas futuras de generación de recursos financieros de la empresa adquirida.

El LBO, desde el punto de vista de los prestamistas, implican un bajo riesgo económico, pero un alto riesgo financiero. Para evitar este último, sus tipos de interés suelen estar situados entre uno y tres puntos por encima de su “tipo preferencial”. Si el tipo de interés es fijo suele ser medio punto más caro que si es variable.

Algunas instituciones emiten deuda con incentivo sobre los resultados, lo cual reduce el diferencial del tipo de interés sobre el “preferencial” siempre que el prestatario alcance una serie de resultados financieros predefinidos (por ejemplo, mantener el rango de endeudamiento por debajo de cierto nivel, a mantener el flujo radial de tesorería es decir los intereses por encima de cierto nivel).

La mayoría de la deuda principal envuelta en una adquisición lleva incorporada una cláusula de amortización anticipada. Sin embargo, la tasa de amortización puede variar, por ejemplo, los préstamos asegurados suelen ser amortizados en relación a la vida económica de los activos asociados.

### **III.2.4.3. La deuda principal no asegurada**

A diferencia de los anteriores, los préstamos no asegurados no requieren derechos de retención sobre ningún activo, amparándose en los flujos de caja esperados como base para recobrar su inversión; también, buscan algún activo que pueda ser vendido en caso de no cubrir la deuda contraída por parte de la empresa adquirida. Igualmente pueden hacer deudor firme un contrato adicional en el que se compromete a no empeñar una serie de activos *determinados* a otros prestamistas, a no contraer más deudas, a no adquirir activos adicionales, o a no ser determinadas inversiones. Su tipo de financiamiento suele durar entre 7 y 10 años, con uno o dos de carencia, y con un tipo de interés de uno a tres puntos sobre el preferencial o interbancario.

### **III.2.4.4. Información a tener en cuenta por los prestamistas**

Como es lógico, los prestamistas suelen asociarse con otros bancos o instituciones financieras con objeto de reducir su riesgo. Pero, en todo caso, suelen analizar detenidamente la información fundamental sobre la empresa en la que van a invertir, lo que implica estudiar, entre otras cosas:

- Las características y capacidad de sus directivos
- Los compromisos de capital por parte de la gerencia
- Análisis de las condiciones y ciclos de la industria
- La posición de mercado de la empresa
- Calidad de los activos
- Futuras necesidades de financiamiento
- Comportamiento histórico de la empresa
- Localización geográfica
- Crecimiento potencial
- Grado de diversificación de los negocios
- Grado de concentración de sus clientes y proveedores

### III.2.5. Los prestamistas subordinados

El comprador persigue la adquisición de un buen paquete de acciones ordinarias de la sociedad a adquirir y para conseguir la suficiente liquidez, con el fin de lograr un objetivo, puede emitir nuevas acciones o vender opciones y bonos. Con todos los adquirentes sólo controlarán un pequeño porcentaje de la inversión inicial.

El financiamiento subordinado es un tipo de financiamiento intermedio entre la deuda principal y los recursos propios. Tiene la forma de deuda subordinada, es decir, que los prestamistas sólo recibirán los intereses si hay beneficios. Esto hace que sea más arriesgada que la deuda principal (puesto que la empresa tiene la obligación de pagar los intereses de esta última pase lo que pase) pero tiene menos riesgos que los fondos propios de la empresa, puesto que antes de repartir dividendos se deberán pagar los intereses de la deuda. Por lo tanto, al inversionista le proporciona un rendimiento superior al que obtendría mediante deuda principal, con un riesgo inferior al que presenta la adquisición de acciones.

Los inversionistas en esta clase de financiamiento reciben acciones ordinarias, preferentes o deuda subordinada. La mayoría de las veces su inversión es a mediano plazo, dado que persiguen el objetivo de ganar fuertes rendimientos vendiendo las acciones que poseen unos pocos años después de la adquisición (generalmente de 5 a 7 años). Con el fin de colocar su dinero en el LBO los prestamistas subordinados suelen analizar los siguientes puntos:

*La gerencia:* Su habilidad para dirigir una empresa en un ambiente de alto apalancamiento; si es propietaria de parte del capital de la empresa; y si tiene unos buenos sistemas de control de gestión.

*El flujo de caja:* Lo que implica entre otras cosas, analizar si el negocio es cíclico, el valor de las acciones en el mercado, el fondo de maniobra. Lo normal es estudiar el flujo de caja histórico y compararlo con las proyecciones estudiando las variables que podrían incluir:

Bajo nivel de deudas a corto plazo

Activos en buenas condiciones que puedan servir de respaldo de la deuda

Fuentes alternativas del servicio de la deuda

Empresas de baja o media tecnología

La gran ventaja del financiamiento subordinado es la gran flexibilidad que proporciona tanto a prestamistas como a prestatarios.

### **III.2.6. Inversionistas de acciones**

Por lo general, los inversionistas de acciones buscan la consecución de un rendimiento basado en la valuación de su inversión a largo plazo, más bien el pago de unos intereses periódicos. Las principales características que distinguen a los diversos tipos de acciones hacen referencia a: la preferencia a la hora de la liquidación de la empresa, los privilegios de rescate (opciones de compra o venta), los derechos de voto, los dividendos.

Las acciones preferentes, como su nombre indica, tienen preferencia sobre las acciones ordinarias a la hora de cobrar dividendos y en el momento de la liquidación de la empresa, yendo inmediatamente detrás de la deuda subordinada en ambos casos. Este tipo de acciones lleva asociado un dividendo pactado al que tiene derecho solo si la empresa tiene beneficios; en el caso de las adquisiciones, dicho dividendo puede ser acumulativo, es decir, que se devenga pero no se cobra, sino que se va acumulando hasta que la empresa considere que tiene unos beneficios de explotación suficientes. Las acciones preferentes no suelen poseer derechos de voto, salvo ciertas circunstancias contractuales tales como el incumplimiento en el pago de dividendos durante un cierto tiempo y posibles casos de fusiones o adquisiciones posteriores con otras empresas, o de liquidación de la sociedad. También suelen llevar incorporadas ciertas cláusulas defensivas, del tipo de los convenios limitativos de la deuda, que las protegen de alteraciones importantes en la empresa como son las fusiones, adquisiciones o liquidaciones. Algunas acciones preferentes incorporan el derecho a ser convertidas en ordinarias cuando el accionista así lo desee.



Las acciones ordinarias pueden ser utilizadas en muchas formas, pudiendo ser entregadas directamente al vendedor como parte del pago de la adquisición de su empresa. También pueden adquirirlas los inversionistas institucionales que participen en la operación de adquisición (bancos, empresas de seguros, sociedades de capital- riesgo, fondos de pensiones, particulares) y con el dinero recibido a cambio de las mismas se puede financiar parte del pago de las mismas. Si el comprador es una empresa que cotiza en bolsa, puede emitir nuevas acciones con objeto de financiar la compra de la empresa objetivo.

La mayoría de los inversionistas de acciones están preparados para mantener su inversión en las mismas durante un largo período de tiempo antes que conocer la apreciación de su inversión y realizar sus plusvalías. Los accionistas ordinarios suelen requerir algunas formas de reconocer sus ganancias. Si la empresa cotiza en el mercado de valores, éste será dicho mecanismo. Pero, si esto último no ocurre se pueden utilizar otros instrumentos como, por ejemplo, las opciones de compra y venta, la petición de admisión a cotización y la demanda de venta de la empresa.

El derecho a revender acciones a la propia empresa puede proporcionar las ganancias necesarias a los accionistas-inversionistas. El valor de las acciones puede ser calculado por una fórmula predeterminada a través de un experto independiente. Este derecho de reventa sólo es posible ejercerlo durante un cierto período de tiempo para evitar que la gestión de la empresa no esté limitada por la amenaza de una reventa masiva de su capital social; la empresa también puede ejercer su derecho de recompra de las acciones cuando ella lo desee.

Las acciones son una inversión más arriesgada que la deuda, de ahí que el rendimiento esperado por parte de los inversionistas en las mismas sea mayor al de financiamiento ajeno. Los inversionistas esperarán todavía un mayor rendimiento si las acciones pertenecen a una empresa que no cotiza en Bolsa, debido a la falta de liquidez de las mismas.

### **III.2.7. El vendedor**

El vendedor es, lógicamente, el grupo formado por los accionistas cuyos títulos desea la persona, o personas que lanzan el LBO. La importancia de este último para los accionistas radica en la obtención de dinero a cambio de sus acciones, con una prima sobre su valor de mercado realmente alta.

En ocasiones se les ofrecen obligaciones, o bonos, a cambio de sus acciones, los cuales deberán ser de alta calidad y fácilmente canjeables por liquidez en el mercado si se quiere que el LBO sea aprobado por los accionistas.

Las características que podría tener una empresa candidata a una adquisición apalancada son las siguientes:

Una empresa madura en cuanto a su propios productos y sector en el que opera.

Resistente a una recesión.

Con importantes y sólidos activos.

Una empresa familiar con problemas derivados del cambio generacional.

Empresas pertenecientes a grandes multinacionales y a conglomerados en venta.

### **III.2.8. El banco como inversionista**

El banco como inversionista, además de invertir dinero en el propio LBO, actuará como consejero del mismo cuando no se encargue de organizar toda la operación. Normalmente no tomará una parte activa en la gestión de la empresa, pero como probablemente será el accionista mayoritario tendrá una fuerte representación en el Consejo de Administración de la misma, lo que hará permanecer en contrato con la gerencia.

El banco puede formar parte de un LBO desde:

Que el comprador acuda a él en busca de financiamiento.

Que el vendedor busque comprador a través del banco de inversión.

Estudia al comprador y a los potenciales inversionistas para asegurarse de la viabilidad del proyecto y conocer la posible continuidad del negocio tras el cambio de gestores y propietarios.

Una vez que el banco haya encontrado y admitido al comprador le diseñará el MBO de tal forma que cumplirá su función de consejero y organizador del proyecto.

Para completar esta función de consejero actuará como la banca comercial e industrial, esto es, analizará el acuerdo para sus clientes y los aconsejará para que en el proyecto adopten la posición que más se aproxime a sus intereses y objetivos generales.

Iniciado el proceso de la adquisición es muy posible que se tengan que producir conversaciones entre comprador y vendedor para determinar el precio aún cuando la adquisición sea hostil, en este caso, el banco tiene que actuar como intermediario.

El banco de inversión es el encargado de buscar financiamiento y cuando haya concluido el proceso de adquisición de la empresa y la emisión y colocación de la deuda adoptará la posición de controlar la gestión y evolución de la empresa.

Para asegurar la deuda emitida en el LBO, el banco de inversión puede obligar al comprador a firmar cláusulas restrictivas o de protección, de tal forma que los principales activos pasen a ser propiedad de los acreedores si hay nuevas emisiones de deuda. Sus funciones son:

*Encontrar al comprador:* Es corriente que una empresa desee deshacerse de una parte de sus negocios, para lo que encargará al banco de inversión que le localice a un posible comprador de los mismos. El banco diseñará a este último el LBO. Deberá estudiar los antecedentes de los potenciales inversionistas en el LBO con objeto de determinar la viabilidad.

*Análisis y estructura del acuerdo:* Un banquero de inversión aconsejará a los suyos acerca de la implementación del LBO.

*Negociación de compradores y vendedores:* El banco de inversión deberá actuar como intermediario entre la empresa o grupo que utiliza el LBO y los vendedores de títulos o activos.

*Organizar el financiamiento* Lo que implica que el banco de inversión localice los recursos financieros necesarios para el LBO, conozca perfectamente los mercados de los diferentes instrumentos de deuda y acciones, y sea capaz de ajustar los intereses de las dos partes.

El banco de inversión prestará atención a los resultados mensuales y trimestrales de la empresa adquirida, comparándolos con las proyecciones realizadas previamente.

### III.2.9. Formas de estructurar financieramente un LBO

A continuación veremos como se estructura financieramente una adquisición apalancada.

#### III.2.9.1. Estructura primaria

Esta formada por acciones ordinarias, que se reparten entre los inversionistas y la gerencia que pueda participar en el LBO. Se observa como la gerencia se hace con un 10 % del capital-acciones mientras que el resto pasa a pertenecer a los inversionistas. De acuerdo a la tabla 2

**TABLA 2**

<b>Estructura Financiera</b>	<b>Gerencia (millones)</b>	<b>Capital-riesgo (millones)</b>	<b>Total (millones)</b>
Acciones Ordinarias	100	900	1,000
% Financiación	10%	90%	
	10%	90%	

**Fuente : el autor**

### III.2.9.2. Estructura con financiamiento propio apalancado.

En vez de cargar todo el peso sobre las acciones ordinarias, se puede repartir el financiamiento propio entre las anteriores y las acciones preferentes, estas suelen llevar aparejado el derecho a un dividendo fijo y a una preferencia sobre los activos, en el caso de liquidación de la empresa, por delante de los accionistas ordinarios. Las acciones preferentes acumulativas conceden a su propietario el disponer de un dividendo acumulativo si la empresa no ha podido satisfacerle en su momento el que le correspondía.

Las denominadas acciones preferentes participativas conceden el derecho a cobrar un dividendo extra, una vez que ha cobrado la parte fija a la que tiene derecho, sobre el resto de los beneficios, es decir, es una manera de hacer que su propietario participe en el crecimiento futuro de la empresa.

Al tener que pagar una cantidad fija, vía dividendos, a los accionistas preferentes se produce una situación de apalancamiento financiero. Ver tabla 3

**TABLA 3**

<b>Estructura Financiera</b>	<b>Gerencia (millones)</b>	<b>Capital-riesgo (millones)</b>	<b>Total (millones)</b>
Acciones Ordinarias	10	90	100
Acciones Preferentes	-	900	900
% Financiación	1%	99%	
% Acciones	10%	90%	

**Fuente : El Autor**

La gerencia sigue controlando el 10 % de la nueva empresa (a través de las acciones ordinarias) pero solo ha suministrado el 1% de los recursos financieros, mientras que el 99 % restante ha sido financiado por los capitalistas-riesgo, que sólo poseen el 90 % de la nueva empresa.

### III.2.9.3. Estructura financiera con apalancamiento

La introducción de la deuda principal, proporciona un mayor apalancamiento a la estructura financiera de la nueva empresa. Se muestra como la gerencia continúa con su 1 % del financiamiento, pero ha conseguido aumentar su poder de la empresa hasta disponer del 20 %. Véase la tabla 4

**TABLA 4**

<b>Estructura Financiera</b>	<b>Gerencia (millones)</b>	<b>Capital-riesgo (millones)</b>	<b>Prestamista (millones)</b>	<b>Total (millones)</b>
Acciones Ordinarias	10	40	-	50
Acciones Preferentes	-	350	-	350
Deuda principal	-	-	600	600
% Financiamiento	1%	39%	60%	
% Acciones	20%	80%	0%	

**Fuente : El Autor**

### III.2.9.4. Estructura financiera con rescate

La estructura financiera de la empresa puede organizarse de tal manera que al principio los capitalistas-riesgo dispongan, por ejemplo, de un 60-70 % de las acciones con una provisión de que si las cosas van bien, la gerencia pueda conseguir aumentar su participación a costa de los anteriores. Algo de esto ya lo comentábamos al hablar sobre las opciones de la gerencia, conseguir el mismo objetivo puede ser utilizando las acciones ordinarias rescatables, que se utilizan en los LBOs para reducir las acciones ordinarias en poder de los capitalistas-riesgos y aumentar la proporción de las mismas en poder de la gerencia.

**TABLA 5**

<b>Estructura Financiera</b>	<b>Gerencia (millones)</b>	<b>Capital-riesgo (millones)</b>	<b>Prestamista (millones)</b>	<b>Total (millones)</b>
Acciones Ordinarias	10	20	-	30
Acciones Rescatables	-	20	-	20
Acciones Preferentes	-	350	-	350
Deuda principal	-	-	600	600
% Financiación	1%	39%	60%	
% Acciones (antes rescate)	20%	80%	0%	
% Acciones (desp. rescate)	33.3%	66.6%	0%	

**Fuente : El Autor**

Se observa la aparición de las acciones ordinarias rescatables, que permitirán a la gerencia hacerse con un tercio de las acciones ordinarias después del rescate, siempre que se cumplan los objetivos prefijados por los inversionistas externos. Así que podrá darse el caso de que habiendo puesto el 1 % del financiamiento la gerencia llegue a controlar un tercio de las acciones ordinarias de la empresa.

### **III.2.9.5. Estructura financiera con deuda subordinada**

Los prestamistas se hacen de un pequeño porcentaje de las acciones ordinarias normales (8 %) y de las rescatables a cambio de lo que suministran el 25 % de los recursos financieros ajenos en forma de deuda subordinada (sólo cobran los intereses si hay beneficios, por el contrario, el tipo de interés prometido es mayor que el de la deuda principal).

**TABLA 6**

<b>Estructura Financiera</b>	<b>Gerencia (millones)</b>	<b>Capital-riesgo (millones)</b>	<b>P. Subord. (millones)</b>	<b>Prestamista (millones)</b>	<b>Total (millones)</b>
Acciones Ordinarias	10	18	2	-	30
Acciones Ord. Rescatables	-	18	2	-	20
Acciones Preferentes	-	300	-	-	300
Deuda de entresuelo	-	-	250	-	250
Deuda principal	-	-	-	400	400
% Financiación	1%	33.6%	25.4%	40%	
% Acciones (antes rescate)	20%	72%	8%	0%	
% Acciones (desp. rescate)	33.3%	70%	6.6%	0%	

**Fuente : El Autor**

### **III.2.10. La utilización de un Management Buy-Out ( MBO).ó compra por la gerencia.**

Un MBO ocurre cuando la gerencia de una empresa une sus fuerzas con otros inversionistas y adquiere la mayoría de las acciones de dicha empresa. Aunque la mayoría de los MBOs son iniciados por un grupo de ejecutivos, el diseño de los mismos ha sido realizado por un banco de inversión. El empleo de un MBO puede ser debido a la necesidad de reactivar la compañía o a defenderse del ataque de una OPA hostil; posibilitando que los directivos pasen de ser empleados de la empresa a ser sus propios dueños.

Un MBO podrá llevarse a cabo con éxito cuando la prima ofrecida a los accionistas sea suficientemente atractiva. Si, por el contrario, fracasa querrá decir que el atacante original, u otro distinto, han superado la oferta realizada por la gerencia. En ambos casos los accionistas saldrán ganando, puesto que el precio de sus acciones se disparará hacia arriba. Dicha prima suele alcanzar un valor promedio del 30 % del valor de las acciones, mientras que las tasas internas de retorno alcanzadas por los compradores se extienden a lo largo de un rango que va desde el 25 % al 50 %, según los casos.



Un MBO resultará ser una excelente táctica defensiva contra una oferta hostil. Pudiendo aumentar el valor de las acciones para los accionistas a pesar del resultado del mismo. También a los gerentes les permite convertirse en empresarios.

La gerencia enfrenta el problema de averiguar cuál es el precio que hay que pagar a los accionistas para que estos no reúsen la oferta, puesto que en el momento en que la dirección de la empresa hace una oferta por las acciones, la empresa es puesta en el mercado de venta, y otro comprador podría ofertar por encima del precio de la propia gerencia. Y podría verse obligada a elevar su propuesta con la consiguiente pérdida de imagen ante sus accionistas, que pensarán que se le ha estado tomando el pelo al pretender adquirir sus acciones por un precio inferior al máximo que realmente estaban dispuestos a pagar los ejecutivos del MBO.

### **III.2.11. Impacto del LBO en la dirección de la empresa**

#### **III.2.11.1. Cambios en la estructura de la propiedad**

Cuando se produce un LBO la estructura de la propiedad de la empresa sufre una serie de cambios importantes. Primero, los ejecutivos de mayor nivel pasan a ser los principales accionistas de la empresa. Segundo, el especialista en LBO y la financiación que le gestiona se convierten en los principales acreedores.

Todo ello hace que la estructura post-LBO sea diseñada para producir intereses coincidentes para estos grupos.

Siempre se ha dicho que la gerencia de la empresa no siempre tiene los mismos objetivos que los accionistas de la misma, lo que hace que el objetivo de maximizar el valor de la empresa no sea perseguido por la Dirección de la misma. Pero cuando los gerentes son también accionistas, a través de un LBO, estarán motivados para buscar dicha maximización, entre otras cosas por que una buena parte de su riqueza particular (hasta un 25 %) ha sido invertida en acciones de la nueva empresa.

En la empresa post-LBO, el control suele estar concentrado en las manos del especialista en LBOs. Los gerentes son responsables ante un pequeño pero poderosos grupo de inversionistas, en lugar de un gran número de pequeños accionistas. Esto permite al especialista en LBO seguir de cerca las actividades de los gerentes y afectar a las decisiones estratégicas de la empresa. En última instancia el poder recae sobre dicho experto, quien tiene la facultad de contratar o despedir a los ejecutivos de la empresa, que le informan a él, puede cambiar la dirección estratégica de los negocios que controla, y puede vender y comprar los diversos activos de la empresa.

Un experto en LBO es más o menos considerado según sea la capacidad que tenga de recabar financiamiento destinado a la adquisición de acciones en la nueva empresa. Este experto consigue el dinero de tres formas: honorarios de la gerencia, que son pagados por decidir donde invertir (alrededor de 1.5 % de la cantidad financiada; honorarios por dirigir la adquisición (alrededor del 1 % del precio de compra); y por la generación de beneficios en la empresa post-LBO (alrededor del 20 % de los beneficios). No suele ser considerado como accionista principal en la nueva empresa, aunque puede tener un pequeño paquete de títulos, de todas formas los grandes inversionistas institucionales (fondos de pensiones, fondos de LBO, de capital-riesgo, compañías de seguros, etc.) actúan como inversionistas pasivos dejando el control en manos de aquél.

**Las motivaciones del experto en LBOs para realizar bien su trabajo son dos:**

Las sustanciales ganancias que puede obtener después de la generación de beneficios de la empresa y la consideración que tenga como experto depende que consiga unos buenos resultados para los financiamientos del LBO.

Cada uno de los tres tipos de accionistas tienen un fuerte incentivo para conseguir aumentar el valor de la empresa desarrollando su ventaja competitiva. El aumento del valor de la empresa, será conseguida volviendo a colocar la empresa en la cotización bursátil mediante la venta de sus acciones a otros inversionistas.

### **III.2.11.2. Cambios en la estructura del Activo**

Una compra apalancada fuerza al equipo directivo a identificar esos negocios para los que la empresa está perfectamente dotada y es competitiva, al mismo tiempo que se deshace de aquellos que no lo son tanto. La venta de estos últimos tienen dos ventajas, por una parte hace que la gerencia destine todo su esfuerzo y saber a las áreas rentables, y además proporciona financiamiento para acelerar la amortización de la deuda.

Otra cuestión clave hace referencia a cómo se deberían distribuir los recursos financieros entre dichos negocios rentables, que potencian la ventaja competitiva de la empresa y, por ende, su valor. Así que los proyectos marginales que impliquen grandes inversiones, bajos flujos de tesorería y rendimientos altamente inciertos deberán ser propuestos. Los recursos financieros se destinarán a aquellos nuevos proyectos que son consonantes con la ventaja competitiva de la empresa debido a que son ideales para crear valor.

### **III.2.11.3. Cambios en la Estructura Organizativa**

La presión para hacer frente a las obligaciones de la deuda y a los intereses de los gerentes propietarios, fomentan un nuevo énfasis en la consecución de la máxima eficiencia organizativa a través del ahorro de costos y mejora de los flujos de tesorería.

La reducción de los costos generales es un instrumento clave para lograr la eficiencia del LBO, lo que se logra construyendo mejores mecanismos para la coordinación y la comunicación, así como aumentando la velocidad en la toma de decisiones. Los factores organizativos empleados para desarrollar esto último son:

- Reduciendo el tamaño del equipo asesor.
- Acortando las líneas de autoridad y comunicación.
- Centralizando las decisiones estratégicas y descentralizando las operativas.
- Modificando los sistemas de incentivos de tal forma que dependan de la productividad alcanzada.
- Dando fluidez y flexibilidad al sistema informativo de gestión.

Todo ello hace que la empresa post-LBO sea menos burocrática que la pre-LBO, pues tiene menos niveles de gerencia, menos informes y una mayor concentración de la responsabilidad operativa. Se hace necesario desarrollar sistemas que motiven a los empleados para conseguir los objetivos marcados, por ello en la mayoría de los LBO el sistema de incentivos se basa en los resultados obtenidos. Algunos bancos de inversión que capitanean operaciones de LBO han optado, además, por la introducción de un plan de accionistas obreros (ESOP) que posee entre un 10 % a un 15 % de las acciones de la nueva empresa. Informes trimestrales detallados sobre los resultados de la empresa post LBO se proporcionarán a los empleados para que observen la relación existente entre sus salarios y la rentabilidad de su empresa. Además se les anima a llevar a la práctica a aquellas ideas que mejoren dicha rentabilidad.

Otra área que suele ofrecer un significativo potencial para lograr mejorar el flujo de tesorería es la gestión del fondo de maniobra. Las empresas post-LBO muestran fuertes reducciones de los inventarios y cuentas a cobrar comparadas con los niveles existentes antes del LBO.

## GLOSARIO

**Acción liberada:** La que se emite con cargo a reservas no exigiéndose desembolso alguno.

**Acción nueva:** Acción emitida en una operación de ampliación de capital.

**Accionista:** Propietario de acciones. Dueño de una empresa.

**Activo:** Bienes y derechos pertenecientes a una unidad económica.

**Agencia de valores:** Intermediario bursátil por cuenta de terceros.

**Ahorro:** Parte de ingresos no gastada.

**Amortización:** Expresión contable de la depreciación que experimentan los elementos de Activo Fijo.

**Apalancamiento financiero:** Relación entre los recursos propios de una empresa y el pasivo exigible total.

**Aval:** Compromiso de responsabilidad sobre una obligación de otro.

**Balance:** Documento contable que refleja la situación patrimonial de una empresa en un momento dado.

**Banco:** Institución que practica la intermediación financiera captando recursos del sistema y aplicándolos en forma de crédito y préstamo.

**Banco comercial:** Banco especializado en operaciones de corto plazo y de menudeo.

**Banco Industrial:** Banco con vocación de financiamiento de empresas en el medio y largo plazo para lo que utiliza instrumentos de captación adecuados.

**Banco de negocios:** Banco especializado en asesoría, intermediación y compra venta de compañías y negocios.

**Beneficio:** Resultado. Diferencia entre los ingresos y los gastos.

**Cambio:** Precio de un bien en un mercado.

**Capital:** Aportación de los socios en una empresa. Quien aporta el capital detenta la calidad de socio o accionista.

**Capitalización bursátil:** Resultado del producto del número de acciones por su precio bursátil.

**Cash-flow:** Flujo de caja, compuesto por la corriente de cobros y pagos efectivamente realizados en una empresa.

**Costo:** Gasto en que se incurre al realizar el proceso de producción. Gasto en la producción de un bien o servicio.

**Cotización:** Precio.

**Dividendo:** Cantidad de dinero que reparte por cada acción una empresa con cargo a los beneficios obtenidos. Beneficio distribuido.

**Impuestos:** Obligaciones tributarias que originan hechos obligatorios y que suponen el pago por parte de los sujetos pasivos de determinadas cantidades. Según el sujeto pasivo de que se trate le afecten unos u otros impuestos.

**Inflación:** Nivel general de precios.

**Ingreso:** Concepto económico-contable que supone una venta de producto o servicio o por cualquier otro concepto.

**Interés:** Contraprestación por el dinero. Precio del dinero.

**Inventario:** Relación debidamente valorada de bienes y derechos de una unidad económica.

**Inversión:** Adquisición de activos o bienes destinados a la producción.

**Leasing:** Arrendamiento financiero. Fórmula financiera que mediante alquiler permite primero disfrutar de un bien y luego poder adquirir la propiedad del mismo..

**Mercado monetario:** Mercado de financiamiento a corto plazo.

**OPA:** Oferta Pública de Adquisición de Acciones

**Pay- Out:** Porcentaje del beneficio que se destina al pago de dividendos a los accionistas.

**Préstamo:** cantidad de dinero que un prestamista cede a un prestatario. Este se compromete a devolver esa cantidad y sus intereses correspondientes según un plan acordado.

**Presupuesto:** Plan económico. Cuantificación.

**Rentabilidad:** Tasa de remuneración de los capitales invertidos en un negocio.

## ABREVIATURAS

**AEC** Análisis de Estados Contables.

**BB** Beneficio Bruto

**BN** Beneficio Neto

**EOC** Entidades Oficiales de Crédito

**FCR** Fondo de Capital Riesgo

**IS** Impuestos sobre sociedades

**IVA** Impuesto sobre el Valor Agregado

**LBO** Leverage Buy-Out

**MBO** Management Buy-Out (Compra por la gerencia)

**OPA** Oferta Pública de Adquisición de Acciones

**SA** Sociedad Anónima

**SCR** Sociedad de Capital Riesgo

**SL** Sociedad Limitada

## BIBLIOGRAFÍA

BARNAY, Y Calva: "Como valorar una empresa". Pirámide. Madrid, 1987

BREALEY, R. Myers, S.: "Fundamentos de Administración Financiera Empresarial". McGraw Hill. Madrid, 1988.

C.B. BONTEJE, Johan: "Planificar la Empresa". Editorial Ciss,. S.A. 1991.

MASCAREÑAS, Juan: "La compra con apalancamiento" (leveraged buy-out). Actualidad financiera, No. 13, Madrid 1989.

MASCAREÑAS, Juan: "Razones de las fusiones y adquisiciones de empresas". Actualidad financiera No. 13, Madrid, 1989.

MORAL, Cecilio: "Manual de contabilidad Financiera". Fundación Cultura/ Empresa. Madrid. 1991.

PEREZ, Andrés. y Vela, Enrique: "Gestión financiera de la empresa". Alianza Editorial. Madrid, 1981.

PEUMANS, Herman: "Valoración de Proyectos de Inversión". Ediciones Deusto. Bilbao, 1977.

SEPULVEDA, Pedro: "Qué debo saber de finanzas para crear mi propia empresa". Marcombo. Barcelona. 1990.

SUAREZ, Armando: "Decisiones Optimas de Inversión y Financieras en la Empresa". Pirámide. Madrid, 1986.



SUAREZ, Armando: "Economía Financiera de la Empresa". Pirámide. Madrid, 1981.

STANCIL, J: "Adquisiciones Apalancadas de Pequeñas Empresas". Harvard- Deusto  
(4to semestre), 1988.

taller de encuadernación  
**ENCUADERNACIONES PROFESIONALES**

---

Tacuba N°1645 Ote. entre Felix U. Gómez y Héroes del 47  
Tel. 83-44-65-25

