

---

# Nota tècnica: fusions i adquisicions M&A, una forma de continuïtat empresarial

---

PID\_00268655

Joan Gómez Munuera

**Joan Gómez Munuera**

Llicenciat en Ciències Econòmiques i Empresarials per la Universitat de Barcelona i màster en Comerç exterior per l'EAE Business School de Barcelona. PDD per l'IESE Business School. És soci director de l'àrea de Corporate Finance a Morison ACPM, i conseller independent de diverses empreses. Actualment és professor consultor a la UOC dels programes següents: Direcció financera, Finances operatives i estructurals, Finances corporatives, Valoració d'empreses, Control de gestió, etc. MBA, EMBA, In Company.

L'encàrrec i la creació d'aquest recurs d'aprenentatge UOC han estat coordinats per la professora: Àngels Fitó

Primera edició: setembre 2019  
© Joan Gómez Munuera  
Tots els drets reservats  
© d'aquesta edició, FUOC, 2019  
Av. Tibidabo, 39-43, 08035 Barcelona  
Realització editorial: FUOC

*Cap part d'aquesta publicació, incloent-hi el disseny general i la coberta, no pot ser copiada, reproduïda, emmagatzemada o transmesa de cap manera ni per cap mitjà, tant si és elèctric com mecànic, òptic, de gravació, de fotocòpia o per altres mètodes, sense l'autorització prèvia per escrit del titular dels drets.*

# Índex

<b>Introducció</b> .....	5
<b>1. Raons d'un procés de fusió o adquisició M&amp;A</b> .....	9
<b>2. Les valoracions en la realitat en un procés M&amp;A</b> .....	11
2.1. Mètodes de valoració .....	11
2.1.1. Valoració per múltiples .....	13
2.1.2. Valoració per descompte dels fluxos de caixa lliure (DFC) .....	15
2.1.3. El cost de capital WACC .....	17
2.1.4. L'estructura financera òptima .....	18
2.1.5. El valor residual (VR) o <i>terminal value</i> (TV) .....	19
2.1.6. Valoració d'una <i>start-up</i> de recent creació .....	19
2.2. La valoració de les empreses postcrisi financera .....	23
2.3. La valoració de la marca .....	27
2.3.1. Com s'ha de mesurar el valor de marca? .....	27
<b>3. Figures de palanquejament d'un procés de fusió o adquisició M&amp;A</b> .....	30
3.1. <i>Management buy in</i> (MBI) .....	30
3.2. <i>Management buy out</i> (MBO) .....	30
3.3. <i>Secondary buy out</i> (SBO) .....	31
3.4. <i>Leveraged buy out</i> (LBO) .....	31
3.5. <i>Buy in management buy out</i> (BIMBO) .....	32
3.6. <i>Institutional buy out</i> (IBO) .....	32
<b>4. Etapes d'un procés de fusions o adquisicions</b> .....	34
4.1. Com aconseguir que les operacions M&A no fracassin .....	34
4.1.1. Estudis previs per a determinar la generació de valor ...	35
4.1.2. Valorar i analitzar en <i>short list</i> les empreses candidates triades .....	36
4.1.3. Aproximació a les empreses amb més potencial .....	36
4.1.4. Gestió de la integració postfusió .....	37
<b>5. Procés de <i>due diligence</i></b> .....	38
5.1. Llistat de documentació i d'informació a sol·licitar .....	38
<b>Resum</b> .....	48
<b>Glossari</b> .....	51

**Bibliografia.....** 53

## Introducció

Una empresa viu en **contínua interacció amb el mercat**, entenent per tal els consumidors, els productes oferts i les empreses competidores.

Per a això, cal **conèixer bé el negoci i l'activitat principal** que exerceix, o dit en altres paraules: a què es dedica, quins productes ven, qui són els seus clients i proveïdors, com distribueix els productes, com compra, les característiques del sector i dels competidors, els avantatges competitius, l'estructura organitzativa i de la propietat, etc.

Dit d'una altra manera, abans de qualsevol presa de decisions, el *top management* de l'empresa ha de dur a terme una **anàlisi DAFO(SWOT)**, en anglès) per a conèixer la situació real en què està.

Tal com indica **Sun Tzu** en el seu llibre *L'art de la guerra*: «Si no coneixes l'entorn ni et coneixes a tu mateix, tots els teus combats es convertiran en derrotes».

Aquesta anàlisi consisteix en un estudi de la situació competitiva en la qual està el seu mercat (**anàlisi externa**) i de les seves característiques internes (**anàlisi interna**), a fi de poder determinar-ne les fortaleses, oportunitats, febleses i amenaces. La situació externa es desglossa en dos factors no controlables: **oportunitats** (O) i **amenaces** (A). D'altra banda, la interna es desglossa en dos elements controlables: **fortaleses** (F) i **febleses**(D). La suma d'aquests factors (i les seves sigles) constitueix la **DAFO**.

A partir d'aquesta reflexió, tota empresa al llarg de la seva vida arriba al moment de plantejar-se un salt qualitatiu i quantitatiu del pla estratègic, desenvolupant un projecte de creixement i d'expansió. Aquest projecte es pot plantejar mitjançant un **procés d'adquisició o fusió M&A** (*mergers & acquisitions*) amb l'objectiu de millorar la seva posició competitiva en el mercat i amb els grups d'interès o **stakeholders** (proveïdors, clients, accionistes i empleats) amb qui es relaciona.

Un**afusió** és una combinació de dues empreses en què **només una sobreviu**; l'empresa fusionada deixa d'existir i l'empresa absorbent rep tant els actius com els passius del balanç de situació. En determinades situacions, la fusió té lloc com un **procés de «combinació de dues empreses»** que tenen una dimensió similar, i ambdues deixen d'existir creant una NEWCO.

La majoria de les operacions M&A són **operacions amistoses**, encara que també hi ha **operacions hostils**, que fan referència al control d'una societat contra la voluntat dels seus gestors i de l'equip directiu; és aleshores quan es duu a terme una **OPA** (oferta pública d'adquisició) als accionistes.

Les diferents **classificacions** d'una operació de fusió estan definides per les seves operacions:

1) De **fusió vertical**, que es produeix entre dues empreses del mateix sector d'activitat. En altres paraules, una concentració vertical és, en general, entre un fabricant i un proveïdor. Les fusions verticals solen produir-se amb la finalitat d'augmentar l'eficiència en la cadena de subministrament i en la logística. Les empreses que es fusionen verticalment ho fan per a buscar un avantatge competitiu reduint costos i eliminant competència.

2) De **fusió horitzontal**, que és una fusió que combina dues o més empreses que produeixen productes similars dins de la mateixa indústria. Les empreses que es fusionen de manera horitzontal ho fan per a incrementar la cartera de productes, ampliar quota de mercat, o per a entrar en un mercat geogràfic diferent.

3) **Decombinacions d'empreses**. Segons la norma 19a. del Pla general de comptabilitat (RD 1514/2007), les combinacions de negocis són les operacions en les quals una empresa adquireix el control d'un o de diversos negocis. Les combinacions de negocis, en funció de la seva **forma jurídica**, poden originar-se per:

- Fusió o escissió de diverses empreses.
- Adquisició de tots els elements patrimonials d'una empresa o d'una part que constitueixi un o més negocis.

**Fusió horitzontal:** fusió entre empreses els productes de les quals són dins del mateix mercat competitiu.

**Fusió vertical:** fusió entre empreses localitzades en diferents graus del cicle productiu, amb una empresa produint entrades que l'altra utilitza. Pot ser «endavant» o «enrere».

**Combinacions d'empreses:** fusió entre empreses amb diferents línies de negoci. L'objectiu és aconseguir una major rendibilitat del capital i disminuir el risc.

Les operacions de fusió o adquisició consisteixen en una forma de reestructuració empresarial que pot estar motivada per les següents **situacions**:

- **Desinversió d'una activitat** que es considera que ja no forma part de l'activitat estratègica i principal de l'empresa (*non core activity*).
- **Operacions d'escissions** d'unitats de negoci.

- La **reestructuració empresarial** en una situació de concurs de creditors, fallida o *Chapter 11* (Llei de fallides als Estats Units), venda de la unitat operativa lliure de tot el deute financer.

En aquesta nota tècnica veurem quines són les raons principals que mouen les operacions de fusions o d'adquisicions M&A.

També veurem la situació actual i la perspectiva de futur d'aquestes operacions.

Continuarem posant el focus en els principals **sistemes de valoració** que actualment són més utilitzats: el descompte de fluxos de caixa (DCF), la valoració per múltiples comparables, com es valoren les empreses *start-up* i la ponderació del valor de marca dins del valor d'empresa o *enterprise value* (EV).

Ens aturarem a veure els diferents tipus d'operacions de fusió o adquisició palanquejades, és a dir, que es financen amb recursos aliens amb un cost financer explícit.

I, per últim, detallarem tot el procés d'una operació de fusió o adquisició i acabarem amb el procés de *due diligence* (DD).

A manera de resum, les fases per les quals transcorre un procés de fusió són les que s'enumeren a continuació:

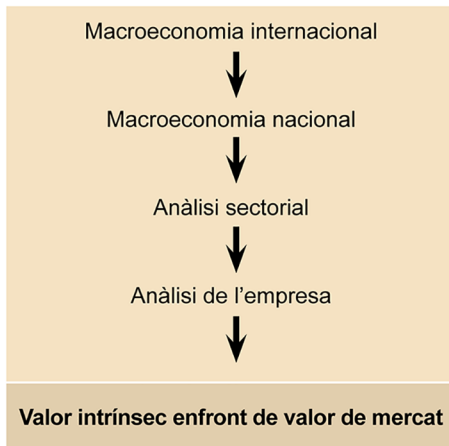
**1) Estructurar l'operació de fusió o adquisició de manera òptima i eficient**, tenint presents tant els aspectes fiscals, com els econòmic i financers, els mercantils, els laborals i els de gestió del negoci.

**2) Identificar els potencials interessats en l'operació de fusió o adquisició planificada.** És a dir, cal desenvolupar una **anàlisi**:

**a) Top-down**, en la qual les decisions relacionades amb la inversió en un procés de fusió o adquisició són avaluades des d'una mirada d'informació global, fins a abordar els valors i les variables més detallades i específiques.

Tot seguit, es duu a terme una anàlisi de les empreses objectiu i dels aspectes més importants de cadascuna. A manera enunciativa, i no limitadora:

- la posició competitiva,
- la quota de mercat,
- les qualitats dels productes,
- les barreres d'entrada,
- els marges i les rendibilitats, i
- l'eficiència en costos.

Figura 1. Anàlisi *top-down*

b) **Cross-border.** La globalització ha comportat un horitzó geogràfic més ampli per a les operacions M&A transnacionals o *cross-border* al món. Dit això, les empreses espanyoles compren empreses a l'estranger, igual que les empreses estrangeres compren empreses espanyoles.

3) **Establir un perfil cec** o *teaser cec* (un resum de presentació de l'empresa objecte de la transacció de fusió o adquisició sense noms identificadors, però ressaltant les dades més importants des del punt de vista econòmic i financer) per a enviar-lo als potencials candidats de l'operació M&A.

4) **Calcular el rang de valoració** per a la negociació del preu amb què ens sentim prou còmodes per al tancament, establir la manera de pagament, requerir les garanties i els comptes *escrow* (compte de *cash* bloquejada en bancs) necessaris per a les futures contingències que puguin sorgir, etc.

5) **Establir una oferta no vinculant** (*non binding offer*) subjecta a un ampli i exhaustiu procés de *due diligence* (DD) i en el *data room* (DR); es tracta de posar a disposició tota la informació que cal revisar, i que detallarem exhaustivament en el punt 6.1 d'aquesta NT), a fi d'identificar passius ocults i riscos latents.

6) Superada la DD, emetre l'**oferta vinculant**, negociar i tancar el contracte definitiu de l'operació de fusió o adquisició M&A.



## 1. Raons d'un procés de fusió o adquisició M&A

L'evolució natural d'una empresa és créixer en volum de negoci, bé amb els recursos que ha anat generant (parlem aleshores d'autofinançament, d'usar els resultats que es queden a l'empresa com a conseqüència de la capitalització del benefici net no distribuït), o bé amb ampliacions de capital per part dels accionistes. Això és el que s'anomena **creixement orgànic de l'empresa**.

Per a obtenir aquest creixement, de manera molt simplificada, es pot optar bàsicament per vendre els nostres productes en **nous mercats** (expansió geogràfica) o per oferir **nous productes** complementaris als mercats on ja es mou l'empresa.

Tanmateix, els processos es poden accelerar mitjançant el creixement per operacions inorgàniques, és a dir, **fusions i adquisicions** anomenades **M&A**.

La **compra estratègica** sol ser la més habitual i la que té més lògica econòmica, i acostuma a produir-se entre empreses de la mateixa indústria o de sectors complementaris, tant del mateix país com d'àmbit internacional. A diferència de les fusions, en aquest cas una part és la dominant, i per tant prevalen els seus criteris sobre l'altra. Si l'empresa adquirida cotitza a la borsa, és habitual que l'operació es faci llançant una **OPA**.

La **fusió** es produirà entre empreses de **similar dimensió**, que negocien d'igual a igual. Encara que no ha de ser exactament al 50%, sí que acostuma a ocórrer que es fusionen tant els negocis com els equips humans, de manera que es tracta d'un procés de certa complexitat perquè no hi ha una part que predomini sobre l'altra.

En totes les opcions descrites, la finalitat és **incrementar l'activitat** de la nova empresa resultant, així com **aprofitar l'eficiència** de les economies d'escala, i s'espera que ambdues empreses operant conjuntament puguin ser més eficients. Des del punt de vista operatiu, aquesta eficiència implica **reducció dels costos**, amb un impacte directe en la millora dels diferents marges i del benefici.

En resum, les **motivacions** que hi ha darrere d'una operació de fusió o adquisició M&A, gràcies a la globalització, al desenvolupament de la tecnologia i a la desregulació dels mercats, són les següents:

- Establir sinergies operatives i financeres amb la finalitat d'incrementar la generació de valor i de liquiditat per als accionistes.
- Guanyar i incrementar la quota de mercat.
- Reduir els costos per la generació d'economies d'escala.

- Millorar els ingressos.
- Potenciar el creixement i l'expansió internacional, és a dir, reduir al màxim el *time to market* (temps necessari per a estar present en el mercat triat).
- Obtenir beneficis fiscals.
- Incrementar la capacitat d'endeutament.
- Aconseguir l'accés i la sortida als mercats de capitals.
- Aconseguir un menor cost de capital (WACC), tant en sortides a la borsa com en l'emissió de deute.
- Facilitar la successió en una empresa familiar, si som en un escenari en el qual no es veu un clar procés de successió en la gestió de l'empresa per part de les següents generacions.

Figura 2. Tipus d'operacions M&amp;A

<b>Objectiu: crear valor</b> Forma de creixement empresarial mitjançant la fusió o adquisició d'una altra empresa o dels seus actius, que deriva en l'ampliació dels negocis actuals o en el desenvolupament de negocis nous.			
Fusió		Adquisició	
Es parla de fusió quan dues o més companyies decideixen <b>unir els seus patrimonis</b> en una sola empresa.		Es parla d'adquisició quan una empresa <b>compra accions o actius</b> d'una altra per a tenir-ne el <b>control sense dur a terme la fusió dels seus patrimonis</b> .	
Fusió per nova creació	Fusió per absorció	Compravenda tradicional	Oferta pública d'adquisició d'accions (OPA)
Suposa l'extinció de totes les societats participants i la transmissió en bloc dels seus patrimonis a una nova entitat, que sorgeix a conseqüència de l'operació.	Una de les empreses implicades és absorbida i el seu patrimoni s'integra en l'empresa absorbent.	Compra de part del capital social d'una altra empresa, amb la intenció de controlar-la totalment o parcialment.	Realitzar una oferta de compra, de tot o de part del capital social, als accionistes d'una altra <b>empresa cotitzada</b> sota certes condicions.

Figura 3. Raons per a iniciar una operació M&amp;A

Creixement geogràfic	Concentració en activitat ( <i>core business</i> )
Increment de participació en el mercat / <i>Market share</i>	Finançament per a nous projectes
Diversificació de productes o serveis	Sortida d'activitats / Mercats madurs/estancs
Accés a tecnologia	Necessitat de liquiditat dels accionistes
<i>Cross selling</i>	Necessitat de recursos per a finançar pèrdues
Economies d'escala (reducció de costos)	
Sinergies / Integració vertical/horitzontal	
<b>El valor de mercat de l'empresa resultant després d'una adquisició ha de ser superior al de les societats independents objecte de l'operació d'M &amp; A</b>	

## 2. Les valoracions en la realitat en un procés M&A

### 2.1. Mètodes de valoració

Les raons per a valorar una empresa inclouen tant motius interns com motius externs, per la qual cosa podem dividir-les en:

#### 1) Motius interns:

- Conèixer la situació o l'evolució del patrimoni net, «mesurar la creació de valor per a l'accionista».
- Verificar la gestió duta a terme pels directius.
- Establir la política de dividendes o *pay out* (percentatge del benefici net a repartir als accionistes per dividendes).
  - Conèixer la capacitat d'endeutament o de palanquejament financer, i d'altra banda, valorar l'ampliació o la reestructuració interna del capital.
  - Successió.

#### 2) Motius externs:

- Transmissió total o parcial de l'empresa.
- Separació o incorporació de socis.
- Adquisició per part d'un grup inversor (s'explicarà més endavant):
  - Intern (directius), MBO.
  - Extern (directius), MBI.
  - Capital de risc.
  - *Private equity*.
  - *Venture capital*
- Fusions i escissions M&A.
- Sortida al MAB (mercat alternatiu borsari).
- Sol·licitar finançament bancari.

Qualsevol valoració d'una empresa ha d'iniciar-se amb l'anàlisi d'una sèrie de factors interns:

- L'empresa i el seu entorn.
- La capacitat de creixement i de generar valor en el mercat.
- La posició enfront de competidors.
- La penetració en el mercat i les capacitats futures.

- La capacitat i les vies de monetització o liquiditat.
- L'equip humà i la seva professionalització.
- El valor del seu patrimoni.

D'altra banda, no podem deixar de costat els **factors externs**, per la qual cosa és molt important tenir present:

- L'estabilitat econòmica i jurídica del país on està domiciliada l'empresa.
- L'estabilitat dels estats o dels països on es destinen les vendes dels serveis o productes.

Amb aquestes **anàlisis prèvies** ens podem fer una idea de quins són els principals punts forts i febles que té la nostra empresa, complementades amb una **anàlisi DAFO**, o bé amb la **matriu de posicionament de Boston Consulting Group** i, per últim, amb l'**anàlisi PESTEL** (entorn polític, legal, econòmic, social i tecnològic).

**Valoració d'una empresa:** procés que, en funció de diferents mètodes, intenta donar un valor econòmicament justificable d'una empresa.

**Preu d'una empresa:** és el preu de la transacció, entre comprador i venedor.

El preu no ha de coincidir amb l'import calculat en la valoració. El preu depèn de moltes circumstàncies: capacitat de finançament, sinergies del comprador, situació del mercat, compradors interessats, etc.

Els **factors que influeixen en el preu** fixat en una transacció són els següents:

1) **Liquiditat**, que es refereix a si les accions cotitzen o no a la borsa o als mercats de valors; a més liquiditat, més preu, a menys liquiditat, penalització en el preu per l'operació M&A.

2) **Prima de control**, que es refereix a si l'empresa objectiu d'una operació M&A és per un import minoritari del capital de l'empresa o, per contra, es pren una posició majoritària de control sobre el capital; a menys percentatge del capital, menys preu ofert.

3) **Sinergies**, que poden ser:

a) **Productives:**

- Reducció de costos.
- Millora d'ingressos per vendes.
- Increment de la quota de mercat.

## b) Financeres:

- Increment dels fluxos de caixa.
- Millora de l'estructura de costos financers.
- Major capacitat d'endeutament financer.

4) **Fiscalitat**, és a dir, beneficis fiscals, el fet de poder beneficiar-se una empresa del crèdit fiscal de l'altra, la qual cosa implica per a la nova societat resultant del procés M&A pagar menys impostos de societats.

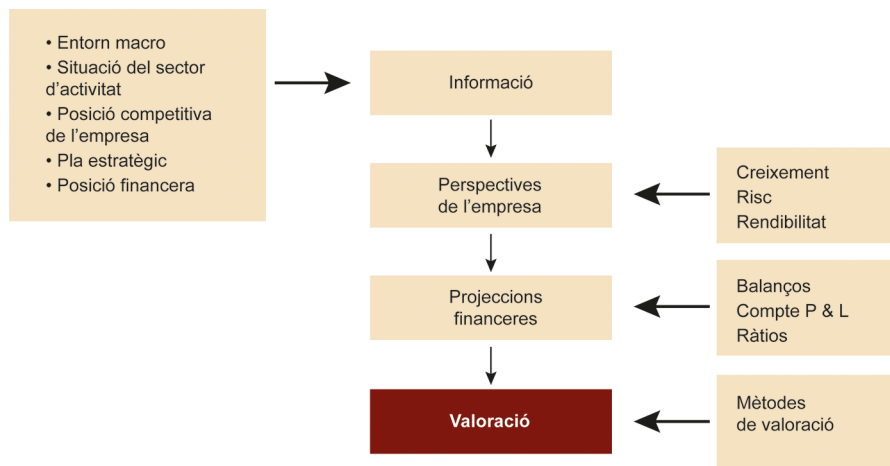
5) **Oferta i demanda**, és a dir, al final és una negociació personal entre potencial comprador i potencial venedor, fins a trobar el punt d'intersecció que compleix els objectius d'ambdues parts negociadores.

A l'hora de la **valoració** d'una empresa, es poden dividir en **dos grans mètodes**:

1) **Estàtic**: el patrimoni actual, sense tenir en compte els beneficis futurs que pot generar.

2) **Dinàmic**: valoració de l'empresa en funció del benefici futur que és capaç de generar.

Figura 4. Desglossament del procés de valoració



### 2.1.1. Valoració per múltiples

La **valoració per múltiples** és el mètode més utilitzat a l'hora de valorar una empresa. Consisteix a **comparar ràtios financeres** de què disposem a partir del balanç i del compte de resultats de l'empresa, que hem de valorar amb ràtios d'altres empreses, de les quals en tenim una valoració (empreses que cotitzen a la borsa o de les quals recentment hi ha hagut una transacció de venda d'accions).

Les empreses de les quals en tenim molta informació són les públiques, és a dir, les que cotitzen a la borsa, ja que disposem del preu de l'acció, i per tant la capitalització de l'empresa.

Passos que cal seguir per a valorar una empresa per múltiples:

1) **Triar un conjunt d'empreses equiparables**, del mateix sector d'activitat per a comparar-les amb la que volem valorar; normalment parlem d'empreses cotitzades, o bé de transaccions recents que serveixin de referència de càlcul.

2) **Seleccionar les ràtios apropiades que siguin fàcils de calcular**, comprensibles i lògiques, entre les quals hi ha les següents:

- **PER (*price to earning ratio*) = Cotització/Benefici net per acció.** Dit això, d'aquí podem obtenir:

$$\text{Valor de l'empresa} = \text{Benefici net de l'empresa} \times \text{PER}$$

Aquest múltiple pot presentar divergències a causa de la utilització de diferents polítiques comptables GAAP a cada país, així com de l'impacte de la política d'endeutament bancari que faci servir l'empresa.

- **EV/FP múltiple = Valor empresa/Valor comptable net dels fons propis.**

$$\text{Valor de l'empresa} = \text{Valor comptable dels fons propis} \times \text{nombre de vegades del múltiple}$$

Aquest múltiple és convenient per a operacions amb empreses que tinguin un nivell elevat de fons propis.

- **EV/Vendes múltiple = Valor d'empresa/Vendes.**

$$\text{Valor de l'empresa} = \text{Vendes} \times \text{nombre de vegades del múltiple}$$

Aquest múltiple és convenient utilitzar-lo per a empreses amb marges de rendibilitat similars.

- **EV/EBITDA múltiple = Valor d'empresa/EBITDA** (benefici abans d'interessos, impostos, depreciacions i amortitzacions).

$$\text{Valor de l'empresa} = \text{EBITDA} \times \text{nombre de vegades del múltiple}$$

Aquest múltiple és útil quan volem comparar les accions de diverses empreses a diferents països pel resultat operatiu obtingut, és a dir, per l'EBITDA, i per tant no tenim en compte els interessos financers ni els impostos, ni tampoc les amortitzacions ni les depreciacions, perquè no impliquen flux de caixa de sortida.

- **EV/EBIT múltiple = Valor d'empresa/EBIT = BAII** (benefici abans d'interessos i impostos).

$$\text{Valor de l'empresa} = \text{EBIT} \times \text{nombre de vegades del múltiple}$$

Aquest múltiple és útil quan volem comparar les accions de diferents empreses a diferents països amb una fiscalitat també diferent, ja que les normatives fiscals no haurien d'influir en el valor, i els interessos financers

reflecteixen més l'estructura del capital amb què s'ha dotat l'empresa i els tipus d'interès dominants que la seva gestió financera.

### 2.1.2. Valoració per descompte dels fluxos de caixa lliure (DFC)

El *cash flow* (CF) és la capacitat d'una empresa de crear riquesa o generar recursos monetaris en superàvit. Per a valorar empreses se sol utilitzar el *free cash flow* (FCF) o flux de caixa lliure (FCL), que mesura la capacitat d'un negoci de generar excedent monetari independentment de la seva estructura de finançament. En altres paraules: és el flux de caixa generat per una empresa que està disponible per als seus administradors de finançament, tant si són accionistes a remunerar per via dividends, o proveïdors de deute a qui cal retornar el principal del deute i remunerar-los amb el pagament d'interessos.

Les fases que cal seguir per a la valoració d'una empresa pel descompte de fluxos caixa operatius són les següents:

- Anàlisi històrica de l'empresa i del sector.
- Obtenció de les dades macroeconòmiques.
- Definició d'hipòtesis financeres per al període a analitzar i valorar.
  - Compte de resultats
  - Balanços
  - Inversions
  - Finançament
- Anàlisi d'escenaris.
- Comparació de les previsions amb les dades històriques.
- Estimació del cost de capital.
- Estimació del cost del deute.
- Estimació del WACC.
- Determinació del valor residual.
- Actualització dels fluxos de caixa amb el WACC.
- Actualització del valor residual amb el WACC.
- Interpretació i comparació dels resultats obtinguts.

#### Com es calcula el *free cash flow* (FCF)?

+ Ingressos d'explotació  
– Costos d'explotació  
= **Benefici explotació o BAI o EBIT**  
+ Amortitzacions/Depreciacions  
– Impostos sobre el benefici d'explotació  
= **Cash flow brut**  
+/- Variació fons de maniobra o *working capital*  
+/- Inversions i desinversions en actius (Capex)

= Flux de caixa lliure (FCL) per a l'empresa o *free cash flow* (FCF)

Una manera de verificar el càlcul que hem fet del flux de caixa lliure d'una empresa és comprovar si aquest és igual al del seu flux de caixa financer (tots els pagaments nets d'impostos als proveïdors de deute –bancs, caixes, fons d'inversió, *crowdfunding*– i als accionistes).

**Com obtenim el flux de caixa financer?**

+ Pagament de dividendes o *pay out*  
+/- Despeses/Ingressos financers  
– Impost de societats sobre les despeses financeres (ja que són fiscalment deduïbles)  
–/+ Increment/amortització de deute financer amb cost financer explícit  
–/+ Augment/reducció del capital social de l'empresa aportat pels accionistes  
= Flux de caixa financer (FCF)

Una vegada calculat el flux de caixa financer, el podem descompondre entre el flux de caixa per als accionistes i el flux de caixa per al servei del deute, segons detall:

**Com calculem el flux de caixa per als accionistes?**

+ Benefici net (després d'impostos)  
+ Amortitzacions  
– Capex (noves inversions en l'ANC)  
–/+ Variació del *working capital* o de les NOF  
–/+ Variació de l'endeutament financer (tant del PNC com del PC)  
= Flux de caixa per als accionistes (FCA)

**Com calculem el flux de caixa per al servei del deute?**

+/- Despeses/ingressos financers  
– Impost de societats sobre les despeses financeres ja que són fiscalment deduïbles)  
–/+ Variació de l'endeutament financer (tant del PNC com del PC).  
= Flux de caixa per al servei del deute (FCD)



Figura 5. Fluxos de caixa operatiu, financer i accionistes

Fluxos de caixa	
EBITDA	Flux de caixa lliure operatiu
+/- Variacions del <i>working capital</i> o de les NOF - Capex (noves inversions en l'ANC) - Impost de societats sobre l'EBITDA	
Flux de caixa operatiu	
+ Increment de deute financer -/+ Despeses/ingressos financers - Amortització de deute financer +/- Augment/reducció del capital	Flux de caixa financer
= Flux de caixa després servei deute	
+ Saldo inicial de tresoreria	Flujo de caja accionistas
= Flux de caixa disponible per a accionistes	
- Dividends o <i>pay out</i> - IFT, excedents de liquiditat	
= Saldo final de tresoreria disponible	

Figura 6. Descripció dels principals mètodes de valoració

Principals mètodes de valoració		
Mètodes de valoració estàtics	Valor net comptable	Valor dels <b>recursos propis</b> que figuren en el balanç de situació d'una empresa (capital i reserves). Aquest valor es pot obtenir també per la <b>diferència entre l'actiu total i el passiu exigible</b> .
	Valor net comptable ajustat	<b>Valor comptable</b> del patrimoni d'acord amb els comptes anuals <b>ajustant el actiu i passiu</b> per a reflectir-los en el <b>valor de mercat</b> .
	Valor liquidatiu	Valor d'una empresa en el cas que es procedeixi a la seva <b>liquidació</b> (venda dels actius i cancel·lació de deutes). Es calcula deduint del patrimoni net ajustat les despeses de liquidació del negoci.
Mètodes de valoració dinàmics	Descomptes de fluxos de caixa (DFC)	Valor present dels <b>fluxos de caixa lliures</b> que podrà generar l'empresa en el futur i que són susceptibles de ser distribuïts a les seves fonts de capital (accionistes i proveïdors de deute). Es calcula el valor present d'aquests fluxos descomptant-los a la taxa de descompte <b>cost mitjà ponderat del capital (WACC)</b> .
	Descompte de dividends (DDM)	Valor present dels <b>dividends</b> que l'empresa podrà generar i repartir als seus accionistes en el futur. Es calcula el valor present d'aquests fluxos descomptant-los a la taxa de descompte <b>cost de capital (Ke)</b> .
	Múltiples de mercat	Es duu a terme una valoració en funció del preu que s'ha pagat per <b>companyies similars en transaccions anteriors</b> o del preu a què cotitzen empreses similars en la borsa. Múltiples més utilitzats: <b>múltiple EBITDA i resultat net (PER)</b> .

### 2.1.3. El cost de capital WACC

Per al càlcul de la taxa de descompte utilitzarem el WACC.

El WACC (*weighted average cost of capital*) és una **taxa de descompte** que mesura el cost de capital entès com una mitjana ponderada entre la proporció de recursos propis i la proporció de recursos aliens. Explicat d'una manera més senzilla, és una taxa que mesura el **cost mitjà que ens ha costat el nostre actiu** (actiu no corrent + actiu corrent), segons com s'ha finançat amb capital propi (aportació dels socis) i recursos financers de tercers (qualsevol tipus de deute, tant si ha estat emesa en forma de crèdits o préstecs, o qualsevol altra facilitat creditícia de bancs).

$$WACC = K_i + K_e$$

$$K_i = K_d \times (1 - t) \times (D / (E + D))$$

On:

- $K_i$  = cost dels recursos aliens amb cost explícit (palanquejament financer)
- $K_d$  = cost dels recursos aliens, tipus d'interès
- $(1 - t)$  = factor d'estalvi impost de societats
- $E$  = Fons propis
- $D$  = Fons aliens

$$K_e = (R_f + (\text{Beta} \times (R_m - R_f)) \times (E / (E + D))$$

On:

- $K_e$  = cost dels recursos propis o del capital aportat pels accionistes
- $R_f$ : rendibilitat sense risc, rendibilitat dels bons de l'Estat a llarg termini
- Beta: risc relatiu de l'actiu pel que fa a la mitjana
- $R_m$ : prima de risc del mercat, mitjana obtinguda d'una sèrie històrica d'un portafolis d'empreses que normalment cotitzen a la borsa

Figura 7. Taxes d'actualitzacions i *drivers* de rendibilitats

Taxes d'actualitzacions dels fluxos de caixa		
Taxes de descompte	<b>Ke</b>	Cost dels recursos propis o cost d'oportunitat. Rendibilitat a llarg termini exigida per l'accionista.
	<b>Kd</b>	Cost dels recursos aliens amb cost financer explícit, que són deduïbles de l'impost de societats.
	<b>WACC</b>	Cost mitjà ponderat de capital (CMPC o WACC, <i>weighted average cost of capital</i> ). Taxa mitjana ponderada del cost del capital ( $K_e$ ) i del cost del deute financer ( $K_d$ ).
Principals <i>drivers</i> de rendibilitats		
VAN – valor actual net		TIR – taxa interna de retorn
Mètode de valoració d'inversions que pot definir-se com l'actualització al moment inicial (0) dels fluxos de caixa projectats. <b>Es tracta del valor absolut (unitats monetàries) que es desprèn de la diferència entre el valor actualitzat dels pagaments i dels cobraments operatius.</b>		Mètode de valoració d'inversions que mesura la rendibilitat interna del projecte, que l'empresa ha de comparar amb la TIR esperada. <b>Es tracta de la rendibilitat que fa que el VAN de la inversió sigui igual a 0 (<i>break even</i>)</b>

#### 2.1.4. L'estructura financera òptima

Una de les decisions més importants que ha d'assumir el director financer d'una empresa és **determinar l'estructura financera òptima**. Per a això, cal tenir en compte que cada empresa és diferent i té una estructura de capital òptima diferent, que depèn de la indústria i del sector en què participa, de la maduresa del mercat on opera, de la conjuntura econòmica, etc. Per tant, no hi ha una regla universal sobre quin és el coeficient d'endeutament òptim.

Però quin **principi** ha de seguir aquesta estructura financera o de palanquejament òptim? Podem enumerar **tres possibles opcions**:

- L'estructura de capital òptima per a una empresa és la que maximitza el valor de les accions.
- L'estructura de capital òptima per a una empresa és la que maximitza el valor actual de l'empresa (valor de les accions + valor del deute).
- L'estructura de capital òptima és la que minimitza el cost mitjà de capital (WACC) d'una empresa, és a dir, el cost mitjà del capital, entenent la proporció de deute i de fons propis amb els respectius costos d'oportunitat.

### 2.1.5. El valor residual (VR) o *terminal value*(TV)

El període analitzat amb el mètode de valoració pel descompte dels fluxos de caixa (DCF) sol correspondre a un horitzó explícit de 5 a 10 anys de projeccions financeres, tant del balanç de situació com del compte de pèrdues i guanys.

A partir d'aquest període explícit, l'empresa objecte de valoració continuarà funcionant i operant, per la qual cosa és important poder determinar el valor d'empresa pel sumatori del valor actual net (VAN) dels fluxos de caixa durant el període de projecció explícit + el valor actual net (VAN) dels fluxos de caixa després del període explícit analitzat, valor, aquest últim, que rep el nom de valor residual (VR) o *terminal value* (TV).

Per a fer una estimació d'aquest **valor residual** (VR) es pot calcular com si es tractés d'una renda perpètua, a partir del flux de caixa de l'últim any projectat, és a dir:

$$VE = \sum_{t=1}^n \frac{FCL}{(1+WACC)^t} + \frac{VR_n}{(1+WACC)^n}$$

On:

- $VR_n = \frac{FCL_n \times (1+g)}{(WACC - g)^n}$ .
- $g$  = creixement perpetu esperat del  $FCL_n$ .

### 2.1.6. Valoració d'una *start-up* de recent creació

Les noves empreses de base tecnològica, del sector de *fintech*, tecnologia *blockchain*, biotecnologia, robòtica i domòtica, etc., s'estan convertint en les noves empreses *start-up* a la recerca de finançament per a desenvolupar les seves idees i projectes, però com que es tracta d'empreses de recent creació i no tenen

un *track record* (és a dir, un historial d'empresa en funcionament amb balanç, compte de pèrdues i guanys, etc.), no se'ls pot aplicar la metodologia del descompte dels fluxos de caixa ni dels múltiples.

L'objectiu que perseguim en aquest punt, i en els següents, és donar a conèixer **com es poden valorar les noves empreses de base tecnològica**, deixant a l'alumne la capacitat d'investigar sobre els enllaços que facilitem:

### **Mètode Berkus**

Dave Berkus va idear aquest mètode la dècada dels noranta, des de la seva òptica de *business angel*, buscant una manera de valorar ***valuing an early stage investment***, i que es va actualitzar el novembre de l'any 2016.

El punt de partida és el següent: l'*start-up* candidata a trobar finançament ha d'estar segura que quan acabi el cinquè any d'inici de les operacions podrà aconseguir uns ingressos bruts de vint milions de dòlars.

En cas afirmatiu, Berkus passa a la següent fase, els **factors de risc**, als quals s'enfronta qualsevol *start-up*, i que són els següents:

- risc de producte,
- risc tecnològic,
- risc d'execució, i
- risc financer.

Els factors clau que analitza i valora Berkus són com operar per a reduir o mitigar els factors de risc identificats, i són els següents:

- **Idea** (reduir el risc del producte o servei).
- **Prototip** (reduir el risc tecnològic).
- **Equip de direcció i promotor de la idea**(reduir el risc d'execució).
- **Relacions estratègiques** (reduir el risc de mercat i de competència).
- **Time to market via vendes** (reduir el risc de producció i financer).

A cadascun d'aquests cinc factors, Berkus els dona un valor màxim de 0,5 milions de dòlars. Això significa estar fent una valoració *pre-money* de l'empresa d'entre 2 i 2,5 milions de dòlars.

### **Mètode Scorecard**

Aquest mètode ha estat creat per **Bill Payne**, també inversor d'*start-ups*, i identifica segons l'autor els **factors més rellevants** que s'han de tenir en compte en una *start-up*. A diferència de Berkus, en comptes de donar-los un pes econòmic, el que fa és donar **un pes en percentatge** a cadascun.

- Valoració de l'equip fundador i directiu (un rang del 0% al 30%, màxim).

#### **Enllaç recomanat**

Per a més informació, podeu visitar el blog: <https://berkonomics.com/?p=1214>.

- Oportunitat que presenta la dimensió del mercat objectiu (un rang del 0% al 25%, màxim).
- Producte o servei oferts i tecnologia utilitzada (un rang del 0% al 15%, màxim).
- Entorn competitiu (un rang del 0% fins a 10%, màxim).
- Màrqueting/canals de vendes/socis estratègics (un rang del 0% fins al 10%, màxim).
- Necessitats addicionals d'inversió (un rang del 0% fins al 5%, màxim).
- Altres (un rang del 0% fins al 5%, màxim).

Parlant d'*start-up*, una vegada dut a terme el *check list* dels set punts anteriors, s'obtindrà un percentatge que haurà de ser multiplicat pel valor mitjà *pre-money* del mercat on està l'empresa.

Què s'entén per valoració *pre-money*?

És el valor que els actuals accionistes o promotors d'una empresa assignen a la seva empresa quan comencen a buscar una ronda de finançament (que es materialitzarà per mitjà d'una ampliació de capital), és a dir, la valoració de l'empresa abans d'haver tancat i rebut els diners de l'ampliació.

Vegem un exemple: es tracta d'una empresa de la internet de les coses, aplicacions de xarxes socials i mòbils, amb una valoració *pre-money* del mercat per a aquest tipus d'*start-up* de \$ 2 milions. Aplicant la metodologia Scorecard de Bill Payne, s'obté un coeficient multiplicador d'1,1, que multiplicat pel valor *pre-money* de mercat quantifica el capital de l'*start-up* en \$ 2,2 milions. A partir d'aquest moment, l'equip de direcció de l'*start-up* pot sortir al mercat a buscar finançament mitjançant una ampliació de capital per part d'un *private equity* o d'un *venture capital*.

#### Enllaç recomanat

Per a més informació, podeu visitar el blog: <http://blog.gust.com/valuations-101-scorecard-valuation-methodology/>.

The SCORECARD metodo "PRE-MONEY VALORACIÓN"	% ASIGNADO	Puntuación Proyecto %	Factor Multiplicador
1. Valoración del Equipo Fundador y Directivo (un rango de 0% a 30% máximo)	30%	125%	0,3750
2. Oportunidad que presenta el Tamaño del mercado objetivo (un rango de 0% a 25% máx)	25%	125%	0,3125
3. Producto y/o Servicio ofrecidos y Tecnología utilizada (un rango de 0% a 15% máximo)	15%	100%	0,1500
4. Entorno competitivo (un rango de 0% hasta 10% máximo)	10%	75%	0,0750
5. Marketing/Canales de Ventas/Socios estratégicos (un rango de 0% hasta 10% máximo)	10%	100%	0,1000
6. Necesidades adicionales de Inversión (un rango de 0% hasta 5% máximo)	5%	100%	0,0500
7. Otros (un rango de 0% hasta 5% máximo)	5%	75%	0,0375
<b>PONDERACIÓN</b>			<b>1,1000</b>
<b>EJEMPLO</b>			
EQUITY VALUE = VALORACIÓN DEL CAPITAL DEL MERCADO QUE DA SOBRE STARTUP	€	2.000.000	
EQUITY VALUE = VALORACIÓN DEL CAPITAL DE LA START UP corregido	€	2.200.000	

## Mètode VC

Aquest mètode, elaborat pel professor de la Harvard Business School **William A. Sahlman** el 1987, és un dels primers models de valoració per a **empreses en la seva fase inicial** (*early stage start-ups*) i continua vigent en l'actualitat.

La metodologia, que té com a objectiu fer una estimació del **futur valor de venda** de l'*start-up*, posa un especial èmfasi en el valor terminal (VT) o *terminal value* (TV), i des d'aquesta estimació fa un exercici regressiu per a així concloure la valoració *pre-money* a la que es podria invertir i complir amb el retorn de la inversió previst per part de l'inversor.

El més interessant d'aquesta metodologia és que pensa des del punt de vista d'un *venture capital*(VC), és a dir, d'un fons d'inversió de capital de risc, i com a emprenedor ajuda a comprendre què busca i com raona un VC.

Vegem un exemple: es tracta d'una empresa de biotecnologia, amb una previsió de vendes de \$ 10 milions en l'any 5 i un BAII del 22,5%, que busca que entri un VC en el capital de l'*start-up* per un import de \$ 700 k. Obtenim una valoració *pre-money* del capital de l'*start-up* de \$ 2.286.432,93 i una valoració *post-money* (després de l'ampliació) de \$ 2.986.432,93, la qual cosa significa que els accionistes de l'*start-up* estan venent un 23,44% del capital de l'*start-up* al fons d'inversió.

The VENTURE CAPITAL method "PRE-MONEY VALUATION"		% ASIGNADO	Factor Multiplicador	VALORES 5 AÑOS
1. ROI = Valor Terminal : Post Money Valoración del Capital		8,20		
2. Post Money Valoración del Capital = Valor Terminal : Rentabilidad sobre la Inversión exigida		2.986.433		
3. Valor terminal ==> despues de 5 años en base a un múltiplo sobre el BAII		40.657.500	18,07	2.250.000
4. Valor de Venta en base al múltiplo de Ventas después de 5 años		8.320.000	0,83	10.000.000
5. VALOR TERMINAL ( la media aritmética de 3+4)		24.488.750		
Financiación que esta buscando la Start Up		700.000		
ROI (rentabilidad sobre la Inversión)		8,20%		
7. Valoración Post Money (Valor terminal : ROI)		2.986.433		
7. Valoración Pre Money ( Valoracion Post Money valuation - Financiación que busca Start Up)		2.286.433		

"PRE MONEY VALORACIÓN"	€ 2.286.432,93
FINANCIACIÓN QUE BUSCA LA START UP VIA AMPLIACIÓN CAPITAL	€ 700.000,00
"VALORACIÓN POST MONEY"	€ 2.986.432,93
DILUCIÓN EN EL CAPITAL DE LA START UP	23,44%

No tenim la pedra filosofal ni un mètode únic de valoració infal·libre per a aconseguir una estimació de la valoració... cada potencial inversor, cada empresa *start-up*, cada negociació és diferent i singular; al final, el preu serà el que acordin les parts, és a dir, l'inversor nou que entra en el capital de l'*start-up* amb els actuals accionistes o promotors.

### Enllaç recomanat

Per a més informació, podeu visitar el blog:<http://www.vcmethod.com/>.

## 2.2. La valoració de les empreses postcrisi financera

Les valoracions desorbitades fetes abans de l'última gran crisi financera global i sistèmica del 2007 han donat pas a la utilització d'uns **criteris molt més conservadors i realistes** de mercat, el que anomenem la **lleï del pèndol**.

Generalment, el valor de l'*equity* o dels fons propis s'obté de la següent manera:

Valor de l'*equity* o dels fons propis = Valor de l'empresa + Tresoreria disponible – Deute

Els mètodes generalment utilitzats per a valorar el negoci de les empreses acostumen a ser, com hem vist anteriorment:

1) **Descompte dels fluxos de caixa (DCF)**: està considerat generalment com el mètode conceptualment més adequat per a valorar un projecte empresarial en continuïtat d'explotació, ja que es basa en la capacitat de generació futura de fluxos de caixa, és a dir, en la generació de valor.

Cal ser molt prudent a l'hora d'utilitzar les projeccions financeres dels estats financers (EF) i del *cash flow* (CF), ja que estem duent a terme estimacions futures en un entorn economicofinancer global de manifesta incertesa.

Al mateix temps, haurem de ser molt més restrictius quant als càlculs i a les variables a utilitzar per a la determinació del valor residual (VR) o *terminal value* (TV) i de la taxa d'actualització WACC.

2) **Múltiples d'empreses comparables**: aporta un valor indicatiu del negoci, comparant-lo amb empreses de característiques similars per a les quals hi ha informació disponible (fonts: empreses cotitzades, transaccions d'altres societats o transaccions prèvies en l'empresa objecte de valoració). Un dels múltiples més utilitzats és l'EBITDA (que hem vist en el desglossament del compte de pèrdues i guanys).

L'ús de qualsevol dels dos mètodes generalment acceptats dependrà, principalment, de la qualitat de les projeccions financeres de l'empresa objecte de compra o fusió. En qualsevol cas, i tal com s'ha indicat anteriorment, si hi ha informació, el millor mètode és el descompte de fluxos de caixa.

El mètode dels múltiples comparables sol utilitzar-se més com un mètode secundari de verificació de la metodologia principal (descompte de fluxos de caixa).

És important fer una anàlisi de sensibilitat de tots els *drivers* i variables que hem utilitzat, i que poden presentar desviacions. Tanmateix, el més important és veure com es comporta el valor actual net (VAN) dels fluxos de caixa projectats en un panorama amb diferents escenaris:

- Escenari o *business case* (base).
- Escenari optimista.
- Escenari pessimista.

En conseqüència, l'anàlisi que haurem de fer tant per a l'empresa absorbent o compradora com per a l'empresa absorbida o venedora i les seves empreses, com a assessors en l'àmbit economicofinancer, estarà condicionada en funció de com s'ha fixat la quantificació del preu entre les parts.

En qualsevol procés de valoració hi ha una sèrie de **paràmetres**, l'**anàlisi i el càlcul** dels quals acostuma a ser recurrent en la majoria de les transaccions M&A:

- EBITDA normalitzat = EBITDA ajustat
- EBIT normalitzat = EBIT ajustat
- Fons de maniobra normalitzat = Fons de maniobra ajustat
- Necessitats operatives de fons (NOF) normalitzat = NOF ajustat
- Inversions en actius no corrents o Capex normalitzat = Capex ajustat
- Deute financer net (Deute a L. P. + Deute a C. P. – Tresoreria disponible)

Una vegada vist l'exposat, si qualsevol de les variables explicitades anteriorment té un impacte en la determinació del preu inicial o en les clàusules d'ajustament del preu, el contracte de compravenda d'una empresa o de l'equació de bescanvi en un procés de fusió ha d'incloure'n la definició i els components amb l'objectiu de facilitar el càlcul i la resolució de futures discrepàncies entre les parts.

Com a **resum**, ens concentrem a afirmar el següent:

1) Quan es tracta d'obtenir el valor de l'empresa a partir d'aquest el valor dels fons propis o *equity* en una operació que té per objectiu el control de la majoria del capital, si l'empresa és pública i cotitza s'admet aplicar el **mètode de valoració del descompte dels fluxos de caixa (DCF)**, que és la capacitat que té l'empresa de generar riquesa, mitjançant la taxa WACC. En aquesta taxa podem ponderar una prima o percentatge de penalització per la dimensió de l'empresa, si es tracta d'una petita o mitjana empresa (PIME).

2) En el cas que parlem de la valoració de control de la majoria del capital, és a dir, de més del 50%, en una empresa que no sigui pública (que no cotitzi a la borsa), podem optar per **dues alternatives**:



- DCF, si parlem d'una mitjana o gran empresa; podem incloure una prima de penalització pel concepte de no liquiditat de les accions que formen el capital social en el càlcul del WACC mitjançant el càlcul del cost d'oportunitat del  $K_e$  = cost dels fons propis (vegeu l'exemple de l'apartat anterior).
- DCF, si l'empresa és de poca dimensió, és a dir, una PIME; aquí és convenient incloure una prima de penalització major que a l'apartat anterior que reculli no només la dimensió de l'empresa, sinó també la no liquiditat de les accions en el càlcul del WACC, per mitjà del càlcul del cost d'oportunitat del  $K_e$  = cost dels fons propis (vegeu l'exemple de l'apartat anterior).

**Nota**

La prima de penalització per dimensió i per no liquiditat oscil·la entre una banda del 20% i del 40%.

Com a exemple, si calculem que tenim una empresa XYZ i hem calculat el  $K_e$  (cost dels fons propis) amb el següent detall:

Coefficient de variabilitat - beta total	<b>1,1800</b>
Taxa lliure de risc (i)	1,44%
Rendibilitat sectorial del mercat	9,48%
Prima de risc del mercat	5,90%
Prima específica	6,96%
<b>Ke sense penalització</b>	<b>14,30%</b>
Penalització PIME no pública	<b>35,00%</b>
<b>Ke amb penalització</b>	<b>19,31%</b>

El primer cost d'oportunitat del  $K_e$  que obtenim sense penalització és del 14,30%, davant d'una possible operació M&A d'una PIME que no cotitza a la borsa i, per tant, la dimensió del capital de la qual és relativament petita i la liquiditat per a les accions no existeix de manera immediata. Té lògica que un inversor nou que desitgi entrar en el capital de la societat XYZ vulgui aconseguir una valoració d'empresa i del capital més baix.

En el nostre exemple estem aplicant una penalització del 35%. Arribats a aquest punt, veiem com el  $K_e$  amb penalització ha pujat al 19,31%, la qual cosa ens indica que si s'incrementa el  $K_e$ , també s'incrementarà el WACC i, per tant, baixarà el valor d'empresa i el valor del capital de l'empresa XYZ, ja que aquesta serà més barata i per tant més atractiva des del punt de vista de l'inversor.

3) En el cas d'utilitzar la valoració pel **mètode de múltiples**, aquest ens servirà per a verificar la bondat de l'anàlisi realitzada pel mètode del descompte dels fluxos de caixa (DCF), i poder establir un rang de valoració de confiança.

4) Utilitzar directament la **valoració per múltiples** ens aporta els següents avantatges:

- Els valors que aporten els diferents múltiples detallats anteriorment ens indiquen la valoració que fa el mercat del tipus d'empresa i del sector d'activitat, i destaquen:
  - la perspectiva i la tendència de l'empresa objecte de l'anàlisi, i
  - els riscos i les perspectives de creixement.
- El mercat sempre valora la potencialitat de l'empresa i del sector d'activitat més eficientment que la nostra anàlisi subjectiva. El que volem dir és que els bancs d'inversió i els seus analistes tenen la capacitat i l'accés per a poder fer un *benchmarking* d'empreses del mateix sector, que són analitzades i avaluades de manera contínua, i que generen periòdicament i recurrentment tota mena d'anàlisi amb els corresponents múltiples i ràtios d'informació economicofinancera amb un sistema predictiu de la seva evolució.
- El valor obtingut per múltiples pot recollir una ponderació de diferents múltiples individuals, en funció de la percepció que tinguem de l'empresa objecte d'anàlisi, tot valorant-ne:
  - la ubicació,
  - la quota de mercat,
  - el coneixement de marca,
  - la percepció i la valoració de les xarxes socials,
  - el portafolis de productes o els serveis oferts, l'avantatge competitiu,
  - la relació qualitat/preu, l'optimització operativa,
  - l'estructura de marges i les rendibilitats, i
  - l'estructura de palanquejament financer.

El que pretenem indicar en aquest punt és que la majoria de les vegades cal ponderar diversos múltiples i no només un, és a dir, un múltiple sobre vendes, un múltiple sobre EBITDA, un múltiple sobre l'EBIT, i assignar una ponderació a cadascun.

Com a exemple, en el múltiple de vendes estem ponderant la diferenciació del producte i del servei de l'empresa que analitzem; per exemple, en un restaurant, la ubicació és molt important, ja que no és el mateix ser o no ser en una zona *prime* d'una ciutat com Barcelona, ja que això repercuteix en la xifra dels ingressos.

Seguint amb aquest mateix exemple, en el múltiple de l'EBITDA ponderem l'estructura del compte de pèrdues i guanys; si seguim amb el restaurant, quan s'aconsegueix el punt mort o *break even*, la composició de les despeses entre fixos i variables, la qual cosa ens servirà per a valorar la fortalesa i la predictibilitat del benefici operatiu que està aconseguint de les seves operacions.

- El valor calculat per múltiples és aplicable a operacions de control majoritari o minoritari del capital de l'empresa objectiu de l'anàlisi.

## 2.3. La valoració de la marca

La **valoració de marques** significa per a una empresa i per als inversors un punt clau en la presa de les decisions d'inversió corporatives. És un dels valors fonamentals en la negociació en processos de fusió, adquisició, escissió i recerca d'inversió.

### Per què interessa valorar una marca?

- Per a poder definir aliances estratègiques de creixement.
- Per a maximitzar la creació de valor per als accionistes i la resta d'*stakeholders*.
- Per a valorar una possible operació de compravenda o de fusió.
- Per a valorar futures llicències o franquícies de la marca.
- Per a reforçar operacions de palanquejament financer.
- Per a atreure nous inversors.

### Té algun valor el patrimoni intangible de l'empresa?

Per descomptat que sí que en té, i pot ser en determinats tipus d'empreses o negocis igual o superior al valor del patrimoni tangible.

Podem enumerar els **factores mesurables quantitativs que afecten el càlcul del valor de la marca** d'una empresa, que són els següents:

- Quota de mercat.
- Volum de negoci.
- Mercats i països on és present.

Entre els **factores no mesurables o qualitativs**, hi ha els següents:

- Notorietat i lideratge.
- Qualitat del servei o del producte que subministra.
- Satisfacció i percepció de valor per part del client (consumidor final).
- Resposta de la competència.
- Reputació en xarxes socials.

### 2.3.1. Com s'ha de mesurar el valor de marca?

1) El **brand equity** és el valor que té una marca des del punt de vista de la capacitat d'incrementar el *branding*, generar més vendes gràcies a la notorietat i al grau de reconeixement; també hi està associat el valor psicològic que té la marca amb els públics i els consumidors.

Principals **factores** del *brand equity*:

a) **Identificació i coneixement de marca:** capacitat que té una marca per ser coneguda i identificada pels consumidors i pels clients potencials, i correctament associada amb els seus productes o serveis.

b) **Associacions amb la marca:** imatges, símbols, icones, colors, sabors, etc. que els consumidors perceben associats a una marca o a un benefici.

c) **El color d'una marca:** el color construeix valor, imatge, *branding*, i crea la diferenciació. Pot fer augmentar o disminuir les vendes si no és l'adequat quan s'associa a un producte o servei.

d) **La promesa de la marca:** percepció dels consumidors sobre la qualitat global de la marca i sobre els productes o serveis que l'empresa ofereix als clients.

e) **Branding:** la construcció estratègica d'una marca és la diferència principal entre ser conegut i passar inadvertit.

f) **Xarxes socials i social media:** estratègies competitives que cal tenir en compte en l'era digital i per a fer front a les xarxes socials. Construir imatge de marca «digital» en el món en línia; on l'error d'un *community manager* pot posar en risc la reputació i la imatge de marca d'una empresa. Cal identificar correctament els nostres predictors, qui són els líders d'opinió de cada sector, qui són els professionals rellevants, els *influencers*, etc.

g) **Posicionament:** lloc que ocupa una marca en la ment de les persones i dels consumidors. La marca brinda a l'empresa el posicionament i diferenciar-se dels competidors en la ment de client potencials.

2) **El brand value**, d'altra banda, és el valor financer de la marca. Per a determinar el valor de la marca, les empreses han de fer una estimació de quant val la marca en el mercat. En altres paraules, quant en pagaria algú que volgués comprar la marca?

3) Els **sistemes de valoració de marques** més estesos són els següents:

a) **Interbrand** – rànquing Best Global Brands, certificada per l'ISO 10.668: <http://interbrand.com/best-brands/>.

b) **BrandZ top100:** <http://www.millwardbrown.com/brandz/top-global-brands/2014/methodology>.

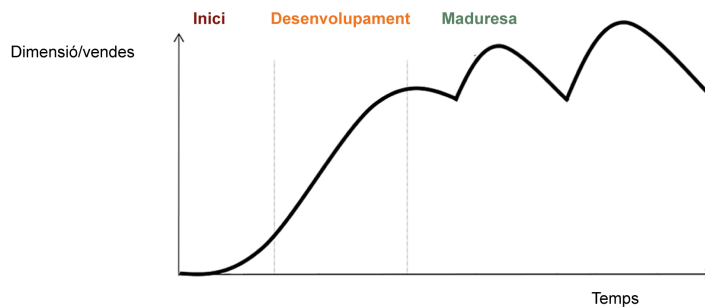
c) **Valoració pel potencial de beneficis futurs**, és a dir, projecció dels *cash flow* futurs que aporta la marca a l'empresa en relació amb una altra que no té marca: <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/intangibles.pdf>.

Com a conclusió, podem afirmar que saber valorar la marca d'una empresa en un procés M&A millorarà amb tota seguretat el valor just de mercat o *fair market value* de la transacció.

### 3. Figures de palanquejament d'un procés de fusió o adquisició M&A

Anomenem **finançament o palanquejament** les transaccions que **utilitzen el deute per a finançar l'adquisició**. A continuació, veurem les principals estructures que s'usen en el mercat per a les operacions M&A.

Figura 8. Desglossament de les diferents etapes de finançament en l'empresa



	Inici	Desenvolupament	Maduresa
Necessitats de finançament	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Capital «llavor»</li> <li>• Inversions de posada en funcionament</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Capital desenvolupament</li> <li>• Inversions per al creixement</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Finançament estructurat</li> <li>• Diversificació, reforç del posicionament, adquisicions, innovació...</li> </ul>
Fons de finançament	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Pròpia/derivada</li> <li>• Subvencions</li> <li>• <i>Business angels</i>, capital risc</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <i>Private equity</i></li> <li>• Autofinançament</li> <li>• Subvencions</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <i>Private equity</i></li> <li>• Institucions financeres i mercat de capitals</li> <li>• Autofinançament</li> </ul>

#### 3.1. Management buy in (MBI)

El **management buy in (MBI)** és l'operació d'adquisició o presa de control (*take over*) que duu a terme un equip directiu extern a l'empresa objectiu. Aquesta figura de palanquejament s'utilitza en **sectors d'empreses objectiu amb elevades previsions de creixement** i en les quals l'actual equip directiu no està interessat o capacitat per a afrontar el nou pla estratègic de creixement.

#### 3.2. Management buy out (MBO)

El **management buy out (MBO)** és l'operació d'adquisició o presa de control més usual en el mercat de les operacions M&A. Aquesta figura de palanquejament s'utilitza perquè l'**actual equip directiu agafi el control (*take over*)** o la majoria de les accions amb vot de l'empresa que ja gestiona.

En aquest sentit, **tres parts** adquireixen una especial rellevància en el desenvolupament d'un MBO:

- L'equip directiu, disposat a invertir en l'empresa.
- L'accionista que ven la seva participació i surt de l'empresa.
- L'empresa de capital de risc (*private equity*) que dona suport a l'operació com a soci financer, participant en el capital de la societat com a soci minoritari, entre un 20% i un 40%.

Les operacions de MBO s'acostumen a fer sobre **empreses amb bona salut financera, en sectors madurs i que generen caixa**, per la qual cosa, habitualment, són operacions de compra que el capital de risc *private equity* pot palanquejar amb deute bancari.

Aquest tipus d'operacions **solen tenir lloc en empreses familiars** en les quals els propietaris **no tenen una successió clara dins de la família**, i els directius de la qual semblen una bona opció per a prendre el relleu en la propietat juntament amb un fons de capital de risc. També acostumen a ser habituals **en *spin-off* o en unitats de negoci que han deixat de ser estratègiques per a una multinacional**. En aquest cas, l'equip directiu de la unitat que es posa a la venda pot buscar el suport d'algun fons de capital de risc per a llançar un MBO i comprar l'empresa.

Tant en les operacions de MBI (*management buy in*), on l'equip de direcció prové de fora de l'empresa, com de MBO (*management buy out*), s'utilitzen els actius de l'empresa i les accions que formen el capital com a garanties de l'operació de finançament de la compra o adquisició.

### **3.3. Secondary buy out (SBO)**

El *secondary buy out* (SBO) és una variant de l'operació MBO, on un *private equity* (fons d'inversió de capital de risc que inverteixen en altres empreses privades amb un alt potencial de creixement, a canvi de controlar un percentatge de l'empresa o de les seves accions) **actual del capital de l'empresa ven la seva participació a un nou *private equity*** que entra comprant la participació del primer.

### **3.4. Leveraged buy out (LBO)**

El *leveraged buy out* (LBO) és una altra figura de palanquejament financer per a l'adquisició o presa de control (*take over*) de l'empresa. La gran diferència amb l'operació MBO és que en LBO l'equip de direcció utilitza la capacitat d'endeutament de l'empresa que està gestionant.

En l'operació de LBO, igual que en el MBO, tant l'equip de direcció com el *private equity* que acompanya en l'operació financera seran **socis en el capital de l'empresa**, però amb una estructura d'endeutament bancari major, és a dir, l'aportació que facin al capital de l'empresa és molt menor que en l'operació de MBO.

Com a resum, l'operació LBO exigeix les **següents restriccions** per a finançar l'operació:

- Elevada capacitat d'endeutament per part de l'empresa.
- Fons propis equivalent a 1/3 del total passiu.
- Presentar elevades taxes de rendibilitat econòmica (ROA) i de rendibilitat financera (ROE).
- Elevada generació de *cash flow* que permeti retribuir l'amortització del principal i dels interessos del deute contret per l'empresa.

### **3.5. Buy in management buy out (BIMBO)**

Es tracta d'una operació **híbrida** que combina un MBO i un MBI. Primer es fa l'operació MBO amb l'actual equip de direcció, i posteriorment es ven la participació a un altre equip de direcció que entra nou a l'empresa.

Tots dos equips comparteixen la finalitat de l'adquisició que implica la **presa del control majoritari de l'empresa**. En aquest sentit, l'èxit d'aquesta modalitat radicarà en la capacitat d'adaptació i d'integració que tingui l'equip gestor resultant.

Aquesta operació es duu a terme de la mà d'una empresa de capital de risc (un *private equity* o *venture capital*, ambdues fons d'inversió de capital de risc) per a fer una transferència ordenada del *know-how* del negoci de l'equip de direcció actual al nou equip de direcció que entra i que no coneix les particularitats de la nova empresa que gestionarà.

### **3.6. Institutional buy out (IBO)**

Es tracta d'una operació contrària a la del MBO, és a dir, una transacció feta per una entitat *institutional buy out* (IBO). Es materialitza quan l'empresa de *private equity* o de *venture capital* **pren el control directe de la gestió de l'empresa en comptes de l'equip de direcció**.

Dit això, tant el *private equity* com el *venture capital* prenen el control de la majoria de les accions i assignen un petit percentatge d'accions a l'equip de direcció per a premiar i incentivar el seu compromís i vinculació en l'èxit de la gestió de l'empresa.



El *private equity* o el *venture capital* poden mantenir l'actual equip direcció o portar-ne un de nou.

## 4. Etapes d'un procés de fusions o adquisicions

Podem afirmar que la majoria dels components del *top management* de les empreses, més aviat que tard, s'enfrontaran a una **operació de corporate finance**, és a dir, a una operació estratègica de rellevant importància.

Les operacions de fusions i adquisicions M&A, les escissions, les operacions de *joint ventures* (JV), les reestructuracions, etc., cada vegada són més presents en aquesta economia globalitzada. En altres paraules, aquest tipus d'operacions estan agafant el rol de reassignació de recursos en els plans estratègics de les empreses.

Figura 9. Desglossament de les diferents etapes d'una operació M&Ae

Etapa	Descripció	Conceptes clau
Fase I. Preparació	Identificació d'oportunitats / debilitats / <i>targets</i> potencials	<i>Targets/benchmark</i>
	Contacte preliminar i identificació d'interès potencial en un procés d'M&A	<i>Teasers / blind profiles / NBO</i>
	Signatura d'acords preliminars	<i>Term sheets / NDA's</i>
	Preparació (processos de venda) o recepció (processos de compra) d'informació necessària de l'empresa <i>target</i>	<i>Information memorandum</i>
Fase II. Avaluació, negociació i tancament	<i>Due diligence</i> (operativa/ financera/fiscal/laboral/legal) i anàlisi econòmica financera de l'operació	Model financer / <i>Due diligence</i>
	Aprovacions internes / negociació / acord	CoDir / COMOP / Consell d'administració / <i>Binding offer</i>
	Tancament de l'operació	Acords de socis (SHA) / Acord compravenda (SPA)
Fase III. Integració	Definició de la nova estratègia i implicació d'equips	Gestió del canvi
	Acompanyament de la integració / escissió del negoci	Integració en l'organització

### 4.1. Com aconseguir que les operacions M&A no fracassin

Per a aconseguir que una operació de fusió o adquisició M&A tingui èxit, l'empresa absorbent ha d'actuar de manera metòdica, sense pressa, però sense pausa, tot buscant el tancament final de l'operació. Tot seguit, desglossarem les fases que s'han de seguir, segons detall:

Figura 10. Motiu del fracàs i de l'èxit en les operacions M&amp;A

Principals motius de fracàs	Claus d'èxit
Pagar un preu excessiu	Profunditat en l'anàlisi estratègica <i>pre-deal</i>
Sobreestimació del futur comportament del mercat	Correcta cerca d'oportunitats
Alt grau d'optimisme sobre el negoci	Preparació per a la negociació
Aspectes no identificats en <i>due diligence</i>	Rang de valoració i preu establerts
Sobreestimació de sinergies o no identificació d'entropies	Estructura de l'operació determinada
Rebuig de la cultura entre les companyies involucrades	Avançament i tancament de fases en el procés de documentació i negociació
No disposició d'un pla <i>post-deal</i> planificat i clar	Tancament de l'operació
Mala implementació del pla d'integració o resistència al canvi	Mitigació de riscos
<b>Èxit de l'operació</b>	
Una correcta valoració del negoci que s'ha d'adquirir i dels riscos augmentarà considerablement les possibilitats d'èxit de l'operació	

#### 4.1.1. Estudis previs per a determinar la generació de valor

L'empresa absorbent ha de focalitzar-se en:

1) Veure si l'operació corporativa que busca aporta i reforça la seva activitat *core business*:

- Increment de la base de clients, efecte diversificació.
- Increment del *market share* o quota de mercat, tant nacional com internacional.
- Millora i complement del portafolis de serveis o productes.

2) Aprofitar les noves economies d'escala:

- Reducció de costos.
- Millora del marge de contribució.
- Millor equació qualitat/preu dels productes o dels serveis oferts en el mercat.

3) Aprofitar i quantificar les noves sinergies tecnològiques i de productivitat:

- Transferir el *know-how* tecnològic a la NEWCO.
- Implantar els nous processos organitzatius.
- Traduir tots aquests avantatges competitius en una nova creació de valor econòmic afegit o *economic value added* (EVA).
- Més capacitat de negociació operativa i financera.

#### 4.1.2. Valorar i analitzar en *short list* les empreses candidates triades

Què entenem per *short list*? És la llista final d'empreses objectiu d'una operació M&A que han superat uns criteris previs de selecció satisfactòriament per part de l'empresa absorbent.

Cal determinar i quantificar el valor de l'operació M&A i el preu a pagar per ella:

- Objectiu immediat: maximitzar el valor de la NEWCO.
- Ajustar els criteris a utilitzar del valor raonable o *fair market value*, és a dir, el preu a pagar per l'empresa quan és absorbida en el procés de negociació.
- Analitzar i fer una estimació de l'impacte de les diferents sinergies:
  - operatives
  - financeres
  - fiscals
  - organitzatives
  - reestructuratives
  - d'enginyeria financera
- Veure i analitzar en diferents escenaris la reacció que tindrà la competència davant de l'operació M&A.

#### 4.1.3. Aproximació a les empreses amb més potencial

1) Aproximació, obertura de negociació i tancament de l'operació amb les empreses candidates a ser absorbides o fusionades:

- Establir un rang de valoració.
- Presentar una oferta no vinculant (*non binding offer*).
- Establir un procés de *due diligence* i *data room*. Què s'entén per *data room*?
  - En un procés M&A, és lògic que els compradors interessats demanin molta informació sobre l'empresa per a poder prendre una decisió sabent tot el que hi ha i el que es poden trobar. Per a facilitar aquest procés d'informació i respectar algunes normes bàsiques de confidencialitat, es va inventar el concepte de *data room*.
  - Es tracta d'una habitació, l'accés a la qual és controlat, i que conté un gran nombre de dades sobre l'empresa. Els possibles compradors poden accedir-hi en un horari estricte i durant un període definit (normalment setmanes). Tenen prohibit treure els documents o fer-ne fotocòpies o fotografies, però poden prendre nota de tot el que vulguin.
  - Una vegada tancat el termini, cada comprador potencial pot formalitzar una oferta. Cal destacar que el procés d'un *data room* està obre només a compradors ja preseleccionats per a evitar que la informació sensible de l'empresa pugui exposar-se massa.

- En cas d'informe positiu de la *due diligence*, presentar oferta vinculant.
- Fixar el preu i la forma de pagament amb l'establiment de les garanties i comptes *escrow* (es tracta d'un compte de *cash* bloquejada en bancs) per a futures contingències latents:
  - fiscals,
  - laborals,
  - cartera de clients, i
  - pèrdua de la cartera de comandes (*backlog*).

2) Retenir i fidelitzar l'equip de personal, clau per a gestionar amb èxit la NEWCO.

#### **4.1.4. Gestió de la integració postfusió**

Cal definir el nou model de negoci de la NEWCO: pla d'acció i d'actuació, i nou pla estratègic.

Caldrà aclarir les incerteses i resoldre els possibles conflictes de la NEWCO:

- Establir el nou *top management* o equip de direcció, i evitar diferents grups aïllats de poder.
- Mitigar i suavitzar l'estrès que genera tot nou procés, especialment per a l'empresa absorbida.
- Informar de manera ràpida i transparent als *stakeholders* (accionistes, clients, proveïdors i reguladors) de tot el procés de fusió o adquisició.
- Establir un eficient sistema d'informació intern per a implicar tota l'organització.

## 5. Procés de *due diligence*

El **procés de revisió de l'empresa** objectiu de ser absorbida o adquirida s'anomena ***due diligence*** (DD) i se sol dur a terme una vegada presentada l'oferta no vinculant (*non binding offer*).

L'abast del procés de *due diligence* estarà determinat per l'empresa absorbent o compradora. A continuació, detallarem una relació informativa i no limitadora dels possibles temes que cal analitzar en el *data room*.

### 5.1. Llistat de documentació i d'informació a sol·licitar

#### 1 ESTRUCTURA I ORGANITZACIÓ DE LA SOCIETAT

##### 1.1 Informació general i estatuts:

- 1.1.1 Organigrama actual del grup a què pertany la societat, amb indicació de les respectives participacions.
- 1.1.2 Escripcions de la constitució i de les successives modificacions dels estatuts socials de la societat, incloent, si escau, les escriptures d'adaptació estatutària, transformació, fusió, escissió i cessió global d'actius i de passius en les quals hagi intervingut la societat.
- 1.1.3 Certificació literal emesa pel Registre Mercantil del domicili social comprensiva de totes les inscripcions del full registral obert a la societat.
- 1.1.4 Escripcions d'elevació a públic d'acords socials que no hagin estat objecte d'inscripció al Registre Mercantil.
- 1.1.5 Pactes extraestatutaris en vigor que vinculen els socis o els accionistes.
- 1.1.6 Llistat de sucursals, oficines o qualsevol altre establiment de la societat a Espanya, o a l'estranger.

##### 1.2 Llibres i documentació societària de la societat:

- 1.2.1 Llibre d'actes de la junta general d'accionistes o de socis o de consignació de decisions del soci únic (per a societats mercantils unipersonals), degudament legalitzat pel Registre Mercantil, en el qual apareguin transcrites les actes corresponents als cinc (5) últims anys.
- 1.2.2 Llibre d'actes de l'òrgan d'administració, degudament legalitzat pel Registre Mercantil, en el qual apareguin transcrites les actes corresponents als cinc (5) últims anys.
- 1.2.3 Informes emesos durant els últims cinc (5) anys per l'òrgan d'administració de la societat en relació amb els acords d'augment i de reducció de capital, fusió, transformació, escissió i cessió global d'actius i de passius adoptats per la corresponent junta general d'accionistes o de socis.
- 1.2.4 Llibre del registre d'accions nominatives, degudament legalitzat pel Registre Mercantil, i actualitzat.
- 1.2.5 Llibre del registre de contractes amb el soci únic, degudament legalitzat pel Registre Mercantil, i actualitzat (per a societats mercantils unipersonals).

- 1.2.6 Actes de la junta general d'accionistes o de socis, o de consignació de decisions del soci únic, i de l'òrgan d'administració de la societat, que estiguin pendents de transcripció en el llibre corresponent.
- 1.2.7 Documentació completa (escriptures, balanços, etc.) relativa als processos de reestructuració del grup empresarial a què pertanyi la societat, i que s'hagin dut a terme durant els exercicis socials oberts a inspecció.

### 1.3 Comptes anuals:

- 1.3.1 Documentació relativa als comptes anuals corresponents als cinc (5) últims exercicis socials tancats de la societat, i, si escau, del grup consolidat a què pertany, incloent:
  - (i) balanç, compte de pèrdues i guanys, memòria, informe de gestió, informe d'accions pròpies (per a SA) informe mediambiental, i, en cas d'estar obligada a la seva preparació, informe de gestió, tot degudament signat pels administradors de la societat;
  - (ii) informe d'auditors, en cas d'estar obligada la societat a la verificació dels comptes anuals;
  - (iii) resguards acreditatius de la presentació al Registre Mercantil que correspongui; i
  - (iv) document acreditatiu del dipòsit al Registre Mercantil.
- 1.3.2 Documentació relativa als expedients sancionadors oberts a la societat per l'ICAC per incompliment de l'obligació de dipòsit dels comptes anuals durant els cinc (5) últims exercicis socials.
- 1.3.3 Escriptura (o certificació amb signatures legitimades) relativa al nomenament dels auditors de comptes de la societat, degudament inscrita al Registre Mercantil.

### 1.4 Òrgan d'administració i poders:

- 1.4.1 Escriptures (o certificacions amb signatures legitimades) relatives al nomenament dels actuals membres de l'òrgan d'administració i, en cas de consell d'administració, del discerniment de càrrecs.
- 1.4.2 Breu nota explicativa de la vinculació dels actuals administradors amb els socis de la societat.
- 1.4.3 Documentació relativa a la retribució, per tots els conceptes, dels administradors durant els últims cinc (5) exercicis socials, així com les obligacions en matèria de pensions, assegurances de vida i altres beneficis o drets assumides en l'actualitat per la societat.
- 1.4.4 Documentació relativa als plans d'opcions sobre les accions de la societat o d'altres societats del grup (incloent *phantom shares*) atorgats o en fase d'estudi a favor dels administradors.
- 1.4.5 Comunicacions fetes per qualsevol dels administradors de la societat de qualsevol situació de conflicte, directe o indirecte, amb l'interès de la societat, en seu de l'article 127 ter de la Llei de societats anònimes.
- 1.4.6 Escriptures de poders que no hagin estat objecte d'inscripció al Registre Mercantil o de les que hagin estat objecte d'inscripció parcial (v. g.: limitacions internes no inscrites).

### 1.5 Titularitat i càrregues sobre el capital de la societat i de les societats participades:

- 1.5.1 Llistat d'accionistes de la societat (indicant nom, domicili, número d'identificació fiscal i detall de les accions propietat de cada soci).
- 1.5.2 Documentació acreditativa de la cadena de transmissions de les accions de la societat des de l'emissió o creació fins a l'adquisició per part dels socis actuals, incloent, si escau, les escriptures d'augment i de desemborsament del capital social de la societat.

- 1.5.3 Títols o resguards provisionals representatius de les accions, si s'haguessin emès (per a SA).
- 1.5.4 Certificat acreditatiu dels socis de la societat emès per l'entitat encarregada de l'administració del registre comptable de les anotacions en compte (per a SA amb accions representades per anotacions en compte).
- 1.5.5 Documentació relativa a la constitució de càrregues i de drets a favor de tercers sobre les accions de la societat (incloent, sense caràcter limitador, la referent a la constitució de penyores, garanties, opcions, contractes de fidúcia i drets d'usdefruit).
- 1.5.6 Escritures o pòlisses que acreditin la titularitat de la societat sobre les accions o les participacions socials de les societats participades (incloent-hi participacions que superin el 3% del capital social).

#### 1.6 Inversió estrangera:

- 1.6.1 Documentació acreditativa de les preceptives autoritzacions, verificacions i declaracions d'inversió davant de la Direcció general de Comerç i Inversions que fossin preceptives en relació amb les inversions de la societat en societats estrangeres en el moment de l'execució de la inversió.

## 2. RELACIONS CONTRACTUALS AMB ENTITATS VINCULADES

- 2.1 Contractes subscrits per la societat o per qualsevol de les societats participades (incloent-hi participacions que superin el 3% del capital social) amb els accionistes i les persones vinculades a aquests (en els termes de l'article 127 ter de la Llei de societats anònimes), incloent, de manera no limitadora, contractes de serveis, assessorament, arrendament i préstec.
- 2.2 Contractes subscrits per la societat o per qualsevol de les societats participades (incloent-hi participacions que superin el 3% del capital social) amb els administradors i les persones vinculades a aquests (en els termes de l'article 127 ter de la Llei de societats anònimes).
- 2.3 Contractes subscrits per la societat o per qualsevol de les societats participades (incloent participacions que superin el 3% del capital social) amb els apoderats i les persones vinculades a aquests (en els termes de l'article 127 ter de la Llei de societats anònimes).

## 3. ACORDS D'ESSENCIAL IMPORTÀNCIA

(Nota: l'abast d'aquesta secció dependrà de la naturalesa del negoci de la societat.)

- 3.1 Formularis model utilitzats per la societat (condicions generals de contractació, contractes tipus, factures, ordres de compra o formularis de comanda).
- 3.2 **Contractes de prestació de serveis a clients:**
  - 3.2.1 Contractes subscrits amb els principals clients, tant privats com públics.
  - 3.2.2 En relació amb els contractes indicats a l'apartat 3.2.1 subscrits amb les administracions públiques, o els que hagin estat adjudicats per entitats privades a la societat mitjançant el procediment de publicitat i concurrència, la documentació relativa a l'adjudicació (oferta i plec de condicions).
- 3.3 Contractes subscrits amb distribuïdors, comissionistes mercantils, agents o qualsevol altra persona física o jurídica encarregada de la comercialització dels béns o serveis de la societat (en el cas d'acords verbals, breu nota descriptiva de les condicions contractuals en vigor).
- 3.4 Acords de cooperació, associació, *joint-venture* o de confidencialitat subscrits per la societat amb altres persones físiques o jurídiques (en el cas d'acords verbals, breu nota descriptiva de les condicions contractuals en vigor).
- 3.5 Contractes no financers de qualsevol mena dels quals la societat en sigui part, i no inclosos als apartats anteriors, que continguin una «clàusula de canvi de control» en virtut de la qual, en el supòsit d'un canvi d'accionariat (directe o indirecte) en la societat, s'estableixi:

- (i) l'obligació que l'altra part contractant sigui notificada;



- (ii) l'obligació que l'altra part doni el consentiment a la transmissió;
  - (iii) la resolució automàtica del contracte; o
  - (iv) l'alliberament a l'altra part del compliment de qualsevol de les seves obligacions.
- 3.6 Contractes relatius a les aplicacions informàtiques (és a dir, contractes de compra-venda de programari i maquinari, *outsourcing* informàtic, llicències d'ús, manteniment informàtic, arrendament informàtic, *escrow*, clau en mà, etc.).
- 3.7 Qualsevol altre acord de rellevància per al negoci de la societat de caràcter no financer no inclòs als apartats anteriors.

#### 4. ASPECTES FINANCERS

- 4.1 Contractes de préstec, crèdits, línies de descompte, contragarantia o qualsevol instrument de finançament subscrit per la societat.
- 4.2 Garanties (reals o personals) o qualsevol altre instrument de finançament, incloses *comfort letters* i documents similars, atorgades per la societat a favor de tercers.
- 4.3 Garanties (reals o personals) o qualsevol instrument de finançament, incloses *comfort letters* i documents similars, atorgades per tercers a favor de la societat.
- 4.4 Contractes de *factoring* i *confirming*.
- 4.5 Contractes financers de qualsevol mena dels quals la societat en sigui part, no inclosos als apartats anteriors, que continguin una «clàusula de canvi de control» en virtut de la qual, en el supòsit d'un canvi d'accionariat (directe o indirecte) en la societat, s'estableixi:
- (i) l'obligació que l'altra part contractant sigui informada;
  - (ii) l'obligació que l'altra part doni el consentiment a la transmissió;
  - (iii) la resolució automàtica del contracte; o
  - (iv) l'alliberament a l'altra part del compliment de qualsevol de les seves obligacions.
- 4.6 Contractes que continguin algun tipus de condicionament relatiu a l'endeutament de la societat, o que obligui al manteniment d'una ràtio financera determinada; certificats o documents acreditatius, si escau, del compliment dels referits compromisos.
- 4.7 Qualsevol altre acord de rellevància per al negoci de la societat de caràcter financer no inclòs als apartats anteriors.

#### 5. PROPIETAT INDUSTRIAL I INTEL·LECTUAL. NOMS DE DOMINI

(Nota: a l'efecte d'aquest apartat, s'entén per propietat industrial i intel·lectual qualsevol patent, marca, nom comercial, rètol, logotip, *copyright*, model d'utilitat, secret industrial, dibuix industrial i, en general, qualsevol creació o signe distintiu relacionat amb la societat.)

- 5.1 Llistat dels drets de propietat industrial i intel·lectual, registrats o dipositats notarialment, que siguin utilitzats per la societat, tot indicant el tipus de dret (patent, marca, etc.), el país de registre, així com el corresponent número de registre o sol·licitud:
- Com a propietari.
  - Com a llicenciària.
- 5.2 Llistat dels drets de propietat industrial i intel·lectual utilitzats per la societat que no constin com a registrats a nom de la societat, ni d'un tercer, tot indicant el tipus de dret (patent, marca, etc.) i país de registre.
- 5.3 Llistat de dominis propietat de la societat.

- 5.4 Contractes de llicència de drets de propietat industrial i intel·lectual dels quals sigui part la societat (incloent-hi els que estiguin en tràmit de registre i els registrats):
- Com a llicenciador.
  - Com a llicenciària.
- 5.5 Contractes de compravenda de drets de propietat industrial i intel·lectual dels quals sigui part la societat (incloent-hi els que estiguin en tràmit de registre i els registrats) subscrits durant els últims cinc (5) anys:
- Com a transmissor.
  - Com a adquirent.
- 5.6 Documentació relativa a la inscripció dels contractes de llicència i de compravenda indicats als apartats 5.3 i 5.4 davant dels organismes competents (Oficina espanyola de patents i marques, Oficina d'harmonització del mercat interior, Organització mundial de la propietat intel·lectual, Oficina europea de patents o Oficina nacional d'altres països).
- 5.7 Contractes de transferència de tecnologia (know-how) en els quals la societat hagi actuat com a transmissor o adquirent.
- 5.8 Acords subscrits per la societat i un tercer relatius a la coexistència de drets de propietat industrial o intel·lectual, semblants o similars, en un determinat territori o per a determinats productes.
- 5.9 Documentació relativa a les reclamacions judicials o extrajudicials de les quals sigui part la societat, en relació amb drets de propietat industrial i intel·lectual, i de noms de domini; descripció de qualsevol conflicte amb tercers que pogués raonablement desembocar en un procediment judicial.
- 5.10 Descripció de la política de la societat per a la protecció dels seus drets de propietat industrial i intel·lectual. En concret, indicar els territoris on la societat desenvolupa una activitat empresarial, així com els territoris estratègics del sector on la societat s'enquadra, a fi de verificar si en ells hi ha una protecció registral adequada.

## 6. PROCEDIMENTS JUDICIALS CIVILS I PENALS. ARBITRATGES

- 6.1 Procediments judicials de naturalesa civil (en tramitació o d'imminent iniciació):**
- 6.1.1 Requeriments extrajudicials rebuts o remesos per la societat sense que s'hagi aconseguit un acord escrit definitiu sobre les reclamacions.
- 6.1.2 Cartes de resolució de contractes de tot tipus remeses o rebudes per la societat sense que s'hagi aconseguit un acord escrit definitiu de les conseqüències de la resolució.
- 6.1.3 Expedient complet dels procediments civils en tramitació o d'imminent iniciació sense quantia, o l'import de reclamació del qual sigui superior als 1.000 euros.
- 6.2 Procediments arbitrals (en tramitació o d'imminent iniciació):**
- 6.2.1 Contractes amb clàusules de submissió a arbitratge que hagin estat incomplets per la societat, o per qualsevol tercer amb la qual es van subscriure els respectius contractes.
- 6.2.2 Expedient complet dels procediments arbitrals en tramitació o d'imminent iniciació dels quals sigui part demandant o demandada la societat, incloent-hi les actes d'inici (calendari de l'arbitratge) i, si escau, la documentació relativa als procediments judicials en curs per a la formalització de l'arbitratge.
- 6.3 Opinió escrita dels advocats de la societat sobre els procediments indicats als apartats 6.1 a 6.2.

- 6.4 Sentències, acords extrajudicials i qualsevol tipus de resolució judicial de caràcter civil, penal o arbitral que hagi recaigut sobre la societat en els últims tres (3) anys.

## 7. ASPECTES IMMOBILIARIS

### 7.1 Arrendaments de plantes industrials, locals, habitatges i oficines:

- 7.1.1 Contractes d'arrendament d'immobles subscrits per la societat, tant com a arrendadora o com a arrendatària.
- 7.1.2 Rebut acreditatiu del pagament de l'última mensualitat vençuda dels contractes referits a l'apartat 7.1.1.

## 8. ASPECTES LABORALS I DE SEGURETAT SOCIAL

### 8.1 Informació general:

- 8.1.1 Llistat actualitzat dels empleats de la societat amb indicació de la seva antiguitat, edat, tipus de contracte, categoria professional, epígraf d'accidents de treball i remuneració anual corresponent, amb el desglossament dels conceptes.
- 8.1.2 Conveni col·lectiu aplicable al centre de treball i, si escau, l'última revisió salarial.
- 8.1.3 Llibre de visites de cadascun dels centres de treball de la societat.
- 8.1.4 Contracte d'associació amb la mútua d'accidents de treball.
- 8.1.5 Calendari laboral i horari de treball de la societat.
- 8.1.6 Informació relativa als acomiadaments duts a terme per la societat en l'últim any.

### 8.2 Contractació laboral:

- 8.2.1 Contractes de treball temporals en vigor.
- 8.2.2 Contractes indefinits bonificats inicials i contractes indefinits bonificats per conversió d'un contracte temporal anterior (en aquest darrer cas, els contractes temporals dels quals provenen) celebrats durant els últims quatre (4) anys.
- 8.2.3 Acords que continguin clàusules especials (incloent-hi, sense limitació, pactes de no competència, de confidencialitat, d'exclusivitat, clàusules de blindatge supeditades a l'extinció del contracte, etc.).
- 8.2.4 Autoritzacions de treball i de residència dels empleats extracomunitaris que prestin serveis a la societat.
- 8.2.5 Contractes celebrats amb representants de comerç.
- 8.2.6 Contractes d'alta direcció i informació sobre el règim de cotització dels alts directius a la Seguretat Social, així com de la pertinença o no al consell d'administració, i el seu percentatge de participació en el capital social de la societat.

### 8.3 Contractació amb tercers:

- 8.3.1 Contractes de posada a disposició celebrats amb empreses de treball temporal en els últims dotze (12) mesos.
- 8.3.2 Informació sobre l'ús de serveis externs i subcontractes (número d'hores, tipus de contractes, condicions de treball, etc.).

### 8.4 Cotització:

- 8.4.1 Certificat emès per la Tresoreria General de la Seguretat Social que conformi que la societat està al corrent de pagament de les cotitzacions a la Seguretat Social.
- 8.4.2 Butlletins de cotització TC1 i TC2 corresponents a l'any en curs, i dels tres (3) anys anteriors, dels mesos de gener, maig, juny i desembre. Liquidacions complementàries en concepte d'endarreriments, salaris de tramitació i vacances.
- 8.4.3 Justificants o fórmules de control de dietes i de desplaçaments.
- 8.4.4 Registre d'hores extres treballades pels empleats de la societat en els últims quatre (4) anys.

#### **8.5 Retribució:**

- 8.5.1 Nòmines dels empleats corresponents a l'any en curs, i dels tres (3) anys anteriors, corresponents als mesos de gener, maig, juny i desembre. Rebut de les pagues extraordinàries corresponents als últims quatre (4) anys.
- 8.5.2 Sistema d'incentius utilitzat, si escau, i llistat de remuneració addicional concedida en funció de resultats o de beneficis.

#### **8.6 Varis:**

- 8.6.1 Documentació acreditativa del compliment de la reserva del 2% per a empleats discapacitats o, si escau, de la declaració d'excepcionalitat i de la consegüent aplicació de les mesures alternatives.

#### **8.7 Prevenció de riscos laborals:**

- 8.7.1 Documentació relativa a la representació dels empleats i dels delegats de prevenció i de constitució, i si escau del comitè de seguretat i de salut, així com la documentació acreditativa de l'adequada formació dels seus membres.
- 8.7.2 Documentació acreditativa del compliment de les obligacions de la societat en matèria de prevenció de riscos laborals (sistema preventiu existent a la societat, avaluació de riscos, planificació de l'activitat preventiva, pla anual d'actuació preventiva, pla d'emergència, formació als empleats, vigilància de la salut, etc.).

#### **8.8 Beneficis socioassistencials:**

- 8.8.1 Assegurances col·lectives a favor dels empleats concertades amb societats d'assegurances.
- 8.8.2 Descripció de les obligacions de la societat en matèria de previsió social (entre altres, informació relativa als plans de pensions pactats amb els empleats).

#### **8.9 Procediments:**

- 8.9.1 Documentació relativa a les inspeccions dutes a terme per la Inspecció de Treball i Seguretat Social (actes, requeriments, etc.)
- 8.9.2 Relació de reclamacions judicials instades pels empleats en l'últim any.
- 8.9.3 Documents relatius a reclamacions judicials i administratives pendents.

### **9. PROTECCIÓ DE DADES PERSONALS / TECNOLOGIES DE LA INFORMACIÓ**

#### **9.1 Protecció de dades personals:**

- 9.1.1 Inventari de fitxers amb dades de caràcter personal. Documentació relativa a les inscripcions efectuades davant del registre general de l'Agència espanyola de protecció de dades de caràcter personal.

- 9.1.2 Descripció general dels fitxers amb dades personals (descripció de la topologia de dades personals que contenen, procediment per a recaptar les dades personals, finalitats del fitxer, descripció del sistema de tractament informàtic).
- 9.1.3 Documents/clausulats emprats per a complir el deure d'informació i aconseguir el consentiment dels afectats.
- 9.1.4 Documentació relativa a fitxers especials:
  - (i) Fitxers que continguin dades «especialment protegides» (dades relatives a la ideologia, afiliació sindical, religió i creences, origen racial, salut, vida sexual).
  - (ii) Fitxers especials d'enquestes i investigació.
  - (iii) Fitxers especials de publicitat.
  - (iv) Fitxers especials de solvència patrimonial i crèdit.
- 9.1.5 Identificació de les cessions o comunicació de dades a terceres societats (grup o terceres entitats). Prova de l'obtenció del consentiment i del compliment del deure d'informació.
- 9.1.6 Identificació de les transferències internacionals de dades personals (indicació dels fitxers que es remeten a l'estranger, finalitat de la transferència, cauteles legals i país de destinació).
- 9.1.7 Documentació relativa a l'existència de «codi tipus» i d'acords sectorials de la societat.
- 9.1.8 Documentació relativa a la política de privadesa de la societat en matèria de protecció de dades personals recollides per internet (*privacy statement*).
- 9.1.9 Documentació relativa al document de seguretat i últim informe d'auditoria biennal.
- 9.1.10 Document explicatiu del procediment per a exercir els drets d'accés, rectificació, cancel·lació i oposició per part dels afectats.

## 10. ASPECTES FISCALS

### 10.1 Estats financers:

- 10.1.1 Balanç de situació i compte de pèrdues i guanys dels exercicis oberts a inspecció.
- 10.1.2 Balanç de summes i saldos amb el major detall disponible dels exercicis oberts a inspecció.

### 10.2 Impost de societats:

- 10.2.1 Declaracions de l'impost de societats dels exercicis socials oberts a inspecció (models 200 o 201).
- 10.2.2 Declaracions-liquidacions de pagaments a compte (models 202 o 218 de pagaments fraccionats) corresponents als exercicis socials oberts a inspecció.
- 10.2.3 Proposta de liquidació de l'impost de societats dels exercicis socials oberts a inspecció.
- 10.2.4 Detall dels ajustaments efectuats en la base imposable i de les deduccions practicades en l'impost de societats dels exercicis socials oberts a inspecció.
- 10.2.5 Detall dels procediments de càlcul i liquidació de l'impost de societats dels exercicis socials oberts a inspecció.

- 10.2.6 Quadre d'ajustaments temporals (*timing*) històrics pendents de recuperació, amb indicació del termini aplicable.
- 10.2.7 Plans o acords subscrits amb l'Administració pública: propostes per a la valoració prèvia d'operacions efectuades entre persones o entitats vinculades; despeses d'activitats d'investigació i de desenvolupament, de suport a la gestió i de coeficient de subcapitalització; plans especials d'amortització; plans de reparacions extraordinàries; i sol·licituds de criteris específics d'imputació temporal.

### 10.3 Impost de la renda sobre les persones físiques / impost sobre la renda de no residents:

- 10.3.1 Cartes de pagament de les retencions i dels ingressos a compte practicades sobre els rendiments del treball (model 111) durant els exercicis socials oberts a inspecció.
- 10.3.2 Resum anual de les retencions i dels ingressos a compte (model 190) dels exercicis socials oberts a inspecció; suport informàtic de l'esmentat model 190.
- 10.3.3 Cartes de pagament de les declaracions-liquidacions de les retencions practicades sobre els rendiments del capital mobiliari presentades durant els exercicis socials oberts a inspecció (model 123).
- 10.3.4 Declaracions-liquidacions resums anuals de les retencions practicades sobre els rendiments de capital mobiliari presentades durant els exercicis socials oberts a inspecció (model 193 o 194).
- 10.3.5 Cartes de pagament de les declaracions-liquidacions de les retencions practicades sobre els lloguers presentats durant els exercicis socials oberts a inspecció (model 115).
- 10.3.6 Declaracions-liquidacions resums anuals de les retencions practicades sobre els lloguers presentades durant els exercicis socials oberts a inspecció (model 180).
- 10.3.7 Nòmines corresponents a deu (10) empleats de la societat, així com la comunicació de la seva situació familiar dels exercicis socials oberts a inspecció.
- 10.3.8 Detall de les retribucions en espècies atorgades als empleats de la societat, incloent-hi el procediment de valoració i el còmput a l'efecte del càlcul de les retencions.
- 10.3.9 Cartes de pagament de les declaracions-liquidacions de les retencions practicades a empleats no residents en els exercicis socials oberts a inspecció (model 210, 215 i 216).
- 10.3.10 Resum anual de les declaracions-liquidacions de les retencions practicades a empleats no residents en els exercicis oberts a inspecció (model 296).

### 10.4 Impost sobre el valor afegit:

- 10.4.1 Declaracions anuals per l'impost sobre valor afegit corresponent als exercicis socials oberts a inspecció (model 390 o 392).
- 10.4.2 Cartes de pagament de les corresponents declaracions per l'impost sobre el valor afegit (model 320, 330 o 332) dels exercicis socials oberts a inspecció.
- 10.4.3 Deu (10) factures emeses per la societat i deu (10) factures rebudes per la societat.
- 10.4.4 Deu (10) autofactures emeses per la societat corresponents a adquisicions intracomunitàries de béns o d'inversions del subjecte passiu.
- 10.4.5 Declaracions anuals d'operacions amb tercers presentades en els exercicis socials oberts a inspecció (model 347).

**10.5 Impost sobre transmissions patrimonials i actes jurídics documentats:**

- 10.5.1 Liquidacions de l'impost sobre transmissions patrimonials i actes jurídics documentats durant els exercicis socials oberts a inspecció.

**10.6 Impost sobre béns immobles:**

- 10.6.1 Rebuts de l'impost sobre béns immobles de l'exercici en curs i justificants del seu pagament dels anys oberts a inspecció.

**10.7 Impost sobre activitats econòmiques:**

- 10.7.1 Declaracions d'alta, baixa i modificacions de l'impost sobre activitats econòmiques de la societat, en relació amb els centres d'activitat.
- 10.7.2 Rebuts de l'impost sobre activitats econòmiques de l'exercici social en curs i justificants de pagament dels exercicis oberts a inspecció.
- 10.7.3 Model 848 de l'impost sobre activitats econòmiques de comunicació de l'import net de la xifra de negocis dels exercicis oberts a inspecció.

**10.8 Grup de societats (per a societats dominants d'un grup de consolidació fiscal):**

- 10.8.1 Comunicació a l'Administració pública de l'opció per la submissió al règim de consolidació fiscal; models 036/037 d'acolliment al règim de consolidació fiscal.
- 10.8.2 Comunicació a l'Administració pública de la composició del grup fiscal dels exercicis socials oberts a inspecció.
- 10.8.3 Declaracions dels models consolidats dels impostos de societats dels exercicis socials oberts a inspecció (model 220).
- 10.8.4 Declaracions-liquidacions de pagaments a compte consolidats (model 222) corresponents a l'impost de societats dels exercicis socials oberts a inspecció.

**10.9 Varis:**

- 10.9.1 Llistat de tots els deutes fiscals de la societat pendents que siguin coneguts per aquesta.
- 10.9.2 Declaracions anuals d'aportacions a plans, fons de pensions i mutualitats de previsió social (model 345) dels exercicis socials oberts a inspecció.
- 10.9.3 Notificacions de comprovació o d'inspecció per part de l'Administració pública; diligències de comprovació o inspecció corresponents.
- 10.9.4 Últimes actes d'inspecció rebudes de cada impost.
- 10.9.5 Opinió dels assessors fiscals de la societat sobre els procediments pendents de resolució ferma.
- 10.9.6 Sentències, acords; ordres, resolucions que hagin recaigut sobre la societat per les comprovacions (acords de suspensió dels deutes tributaris, etc.).

## Resum

De la lectura de la nota tècnica hem pogut destacar que les operacions M&A constitueixen un dels principals instruments utilitzats per les empreses per a dur a terme el canvi estructural que necessiten, i per a augmentar la seva dimensió de manera ràpida. Les operacions M&A permeten a les empreses aconseguir economies d'escala, al mateix temps que tenen accés a nous canals de vendes, poden entrar en nous mercats i poden augmentar el seu poder de mercat.

Un altre dels motius són les sinergies que poden aconseguir, tant d'explotació (eficiència productiva, d'economies d'escala i de costos), i per tant de la millora dels diferents marges i beneficis (EBITDA, EBIT, benefici net), com d'enfortir la seva estructura financera, i aconseguir una major capacitat d'endeutament.

Les empreses que duen a terme operacions M&A també busquen integrar verticalment la seva cadena de valor, així com millorar els programes d'R+D+i, amb el consegüent rendiment tecnològic i finalment un millor accés als mercats financers (de capitals i de deute).

Cal ser meticulosos i realistes en el procés de valoració per a obtenir un rang de preus que ens permeti evitar pagar primes excessives. Per a això utilitzarem mètodes de valoració que ens facilitin operacions comparables en el mercat, és a dir, una valoració per múltiples que pugui servir al mateix temps per a ratificar la valoració pel descompte de fluxos de caixa (DCF): combinar la valoració de la realitat actual de l'empresa (el que avui genera: vendes, marges, EBITDA, *cash flow*, quota de mercat, etc.) amb el futur que projectem per a ella.

Arribats a aquest punt, la majoria de les vegades ens trobem processos de valoració d'operacions de fusió o adquisició M&A d'empreses que no són públiques, és a dir, que no cotitzen a la borsa, per la qual cosa a l'hora de calcular la valoració de la participació de l'*equity* o capital objecte de la transacció hauríem de tenir en compte el següent:

La valoració econòmica d'una participació majoritària o de control en una empresa que no cotitza a la borsa presenta dues alternatives de càlcul:

- Utilitzant el mètode del descompte dels fluxos de caixa (DCF), en calcular el valor d'empresa (EV), si l'empresa és una PIME o gran empresa però no cotitza a la borsa, és convenient incloure una prima de penalització per dimensió i no liquiditat de les accions en el càlcul del WACC, per a posteriorment calcular el valor de l'*equity* o capital de l'empresa analitzada.



- En el cas d'utilitzar el mètode dels múltiples comparables, caldria aplicar aquestes primes de penalització als múltiples triats per a recollir la valoració de l'empresa en conjunt, és a dir, l'*enterprise value* (EV), per a posteriorment calcular el valor de l'*equity* o capital de l'empresa objecte d'anàlisi

Per a concloure el procés de valoració de les empreses ja consolidades en el mercat, amb un *track record* o historial d'activitat hem remarcat la necessitat de valorar l'intangible de la marca de l'empresa, que repercutirà en una millora del valor just de mercat en el procés de l'operació M&A, i per tant en el preu.

Seguint amb els mètodes de valoració d'empreses, amb especial focus en les anomenades *start-up*, hem vist que els mètodes de valoració dinàmics del descompte de fluxos de caixa i dels múltiples no són aplicable, ja que no hi ha un historial d'activitat previ. Així, doncs, hem introduït diversos sistemes alternatius de valoració: Berkus, Scorecard i VC (*venture capital*).

A curt termini, l'èxit d'una operació M&A dependrà del grau de realisme del nou equip de direcció i de com s'integrin les empreses i les seves cultures, sense afectar la feina del dia a dia; cal evitar el sentiment de vencedors i vençuts.

Hem vist i enunciat sense caràcter limitador les diferents operacions M&A palanquejades mitjançant endeutament financer, on intervenen els fons d'inversió de capital de risc, com els *private equity* i *venture capital*, en les estructures M&A anomenades MBO, MBI, LBO, BIMBO, SBO i IBO.

Per acabar, hem fet una descripció detallada de tot el procés d'una operació M&A, la definició de les empreses objectiu, l'anàlisi dels avantatges i inconvenients, el procés de *due diligence*, l'anàlisi de la informació requerida en el *data room*, el procés de valoració per a obtenir el valor just de mercat, l'oferta no vinculant, l'oferta vinculant, el procés de negociació i el tancament de l'operació.

Figura 11. Conclusions d'una operació M&A

<b>Cal que no oblidem</b>	
<b>Objectiu = crear valor</b>	
Valor ≠ Preu	Claus de l'èxit
<b>Drivers d'una operació M &amp; A</b>	
Sinergies Integració vertical/horitzontal <i>Time to market</i>	Valoració DCF Valoració múltiples



## Glossari

**buy in management buy out (BIMBO)** Finançament d'operació M&A.

**brand equity** Nivell d'acceptació i visibilitat de la marca pel mercat.

**brand value** Avaluació del valor per mitjà de les relacions amb *stakeholders*.

**capital expenditures (Capex)** Inversions en l'ANC.

**CFL** *Cash flow* lliure.

**cross border** Operacions M&A nacionals enfront d'internacionals, i viceversa.

**DAFO** Anàlisi de febleses, amenaces, fortaleces i oportunitats.

**discounted cash flow (DCF)** Descompte dels fluxos de caixa.

**dilució** Reducció del percentatge dels accionistes davant de l'entrada d'un nou inversor.

**due diligence (DD)** Verificació de la informació.

**data room (DR)** Accés a documents objecte del DD.

**EBITDA** *Earnings before interest, tax, depreciation and amortization*.

**EBIT** *Earnings before interest and tax*.

**EBT** *Earnings before tax*.

**ESCROW** Compte de *cash* bloquejada per a fer front a futures contingències.

**enterprise value (EV)** Valoració del total de l'empresa.

**EV/SALES** Valor de l'empresa com a múltiple de les vendes.

**EV/EBITDA** Valor de l'empresa com a múltiple de l'EBITDA.

**EV/EBIT** Valor de l'empresa com a múltiple de l'EBIT.

**economic value added (EVA)** Valor econòmic afegit.

**fair market value** Valor raonable de mercat.

**free cash flow (FCF)** Flux de caixa lliure.

**FCF** Flux de caixa financer.

**FCA** Flux de caixa per als accionistes.

**FCD** Flux de caixa per al deute.

**FCO** Flux de caixa de les operacions.

**institutional buy out (IBO)** Finançament d'operació M&A.

**leverage buy out (LBO)** Finançament d'operació M&A.

**mercat alternatiu borsari (MAB)** Mercat secundari per a empreses.

**merger & acquisition (M&A)** Fusió i adquisició.

**management buy in (MBI)** Finançament operació M&A.

**management buy out (MBO)** Finançament d'operació M&A.

**NEWCO** Nova empresa sorgida d'un procés de fusió de dues o més empreses.

**NOF** Necessitats operatives de fons.

**non binding offer** Oferta no vinculant.

**non core** Desinversió d'una activitat de l'empresa no estratègica.

**OPA** Oferta pública d'adquisició.

**pay out** Repartiment de dividends als accionistes.

**peak funding** Màxima necessitat de finançament per a l'empresa.

**price to earnings ratio (PER)** Ràtio entre el preu i els beneficis.

**private equity** Empresa de capital de risc, finançament operació M&A.

**rating** Qualificació de la solvència de l'empresa.

**secondary buy out (SBO)** Finançament d'operació M&A.

**start-up early stage** Empresa amb poca trajectòria d'activitat en el mercat.

**stakeholders** Entorn de l'empresa (accionistes, clients, proveïdors i empleats).

**strengths, weaknesses, opportunities and threats (SWOT)** DAFO.

**take over** Control majoritari del capital d'una empresa.

**teaser cec** Informació de l'empresa sense dades que puguin identificar-la.

**terminal value (TV)** Valor residual.

**time to market** Velocitat d'accés al mercat.

**VAN** Valor actual net.

**venture capital** Empresa de capital de risc, finançament d'operació M&A.

**weighted average cost of capital(WACC)** Cost mitjà del capital.

## Bibliografia

**Brealey, R. A.; Myers, S. C.** (2013). *Principles of Corporate Finance*. EUA: McGraw Hill.

**Damodaran, A.** (2019). *Enterprise Value Multiples by Sector (US)*[en línia]. <[http://pages.stern.nyu.edu/adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/vebitda.html](http://pages.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datafile/vebitda.html)>.

**Damodaran, A.** (2019). *Valuing Companies with Intangible Assets*[en línia]. <<http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/intangibles.pdf>>.

**Deutsch, C.; West, A.** (2010, juny). *A new generation of M&A: A McKinsey perspective on the opportunities and challenges*[en línia]. McKinsey. <<https://www.mckinsey.com//media/McKinsey/Business%20Functions/Organization/Our%20Insights/Merger%20Manager%20Compendium/A%20McKinsey%20perspective%20on%20the%20opportunities%20and%20challenges.ashx>>.

**Fernández, P.** (2008). *Valoración de empresas*. Barcelona: Gestión 2000.

**Harding, D.; Shankar, S.; Jackson, R.** (2013, gener). *The renaissance in mergers and acquisitions: The surprising lessons of the 2000s* [en línia]. Bain & Company (blog). <<https://www.bain.com/insights/the-renaissance-in-mergers-and-acquisitions/>>.

**Giddy, I.** (2004). *Sample Due Diligence Checklist*[en línia]. Giddy.org (blog). <<http://pages.stern.nyu.edu/igiddy/duediligence.htm>>.

**Mascareñas, J.** (2005). *Fusiones y adquisiciones de empresas*. Madrid: McGraw Hill.

**Nachman, S.; Kaplan, S.** (2007). *The determinants of M&A success: what factors contribute to deal success?*[en línia]. KPMG. <<https://www.presseportal.ch/fr/download/document/100007098-kpmg.pdf>>.

**Sudarsanam, S.** (2010). *Creating Value from Mergers and Acquisitions*(2a. ed.). North York: Pearson Education.

