

---

# Nota técnica: Fusiones y adquisiciones M&A, una forma de continuidad empresarial

---

PID\_00269272

Joan Gómez Munuera

**Joan Gómez Munuera**

Licenciado en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad de Barcelona y máster en Comercio exterior por la EAE Business School de Barcelona. PDD por el IESE Business School. Es socio director del área de Corporate Finance en MORISON ACPM y consejero independiente de varias empresas. Actualmente, es profesor consultor en la UOC, en los programas siguientes: Dirección financiera, Finanzas operativas y estructurales, Finanzas corporativas, Valoración de empresas, Control de gestión, etc. MBA, EMBA, In Company.

El encargo y la creación de este recurso de aprendizaje UOC han sido coordinados por la profesora: Àngels Fitó (2019)

Primera edición: septiembre 2019  
© Joan Gómez Munuera  
Todos los derechos reservados  
© de esta edición, FUOC, 2019  
Av. Tibidabo, 39-43, 08035 Barcelona  
Realización editorial: FUOC

*Ninguna parte de esta publicación, incluido el diseño general y la cubierta, puede ser copiada, reproducida, almacenada o transmitida de ninguna forma, ni por ningún medio, sea este eléctrico, químico, mecánico, óptico, grabación, fotocopia, o cualquier otro, sin la previa autorización escrita de los titulares de los derechos.*

# Índice

<b>Introducción</b> .....	5
<b>1. Razones de un proceso de fusión y/o adquisición M&amp;A</b> .....	9
<b>2. Las valoraciones en la realidad en un proceso de M&amp;A</b> .....	11
2.1. Métodos de valoración .....	11
2.1.1. Valoración por múltiplos .....	13
2.1.2. Valoración por descuento de los flujos de caja libre (DFC) .....	15
2.1.3. El coste de capital WACC .....	17
2.1.4. La estructura financiera óptima .....	19
2.1.5. El valor residual (VR) o <i>terminal value</i> (TV) .....	19
2.1.6. Valoración de una <i>start-up</i> de reciente creación .....	20
2.2. La valoración de las empresas poscrisis financiera .....	23
2.3. La valoración de la marca .....	27
2.3.1. ¿Cómo medir el valor de marca? .....	28
<b>3. Figuras de apalancamiento de un proceso de fusión/ adquisición 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 buyout</i> (BIMBO) .....	32
3.6. <i>Institutional buy out</i> (IBO) .....	32
<b>4. Etapas de un proceso de fusiones/adquisiciones</b> .....	34
4.1. Cómo conseguir que las operaciones de M&A no fracasen .....	34
4.1.1. Estudios previos para determinar la generación de valor .....	35
4.1.2. Valorar y analizar en <i>short list</i> las empresas candidatas elegidas .....	36
4.1.3. Aproximación a las empresas con mayor potencial .....	36
4.1.4. Gestión de la integración posfusión .....	37
<b>5. Proceso de <i>due diligence</i></b> .....	38
5.1. Listado de documentación e información que solicitar .....	38
<b>Resumen</b> .....	49
<b>Glosario</b> .....	53

**Bibliografía.....** 55

## Introducción

Una empresa vive en **continua interacción con el mercado**, entendiendo por tal los consumidores, los productos ofertados y las empresas competidoras.

Para ello, es preciso **conocer bien el negocio y la actividad principal** que desempeña, o dicho en otras palabras: a qué se dedica, qué productos vende, quiénes son sus clientes y proveedores, cómo distribuye sus productos, cómo compra, las características del sector y de sus competidores, las ventajas competitivas, la estructura organizativa y de la propiedad, etcétera.

Dicho de otro modo, antes de cualquier toma de decisiones, el *top management* de la compañía debe realizar un **análisis DAFO** (SWOT en inglés) para conocer la situación real en la que se encuentra.

Tal como indica **Sun Tzu** en su libro *El arte de la guerra*: «Si no conoces el entorno ni te conoces a ti mismo, todos tus combates se convertirán en derrotas».

Dicho análisis consiste en un estudio de la situación competitiva en la que se halla en su mercado (**análisis externo**) y de sus características internas (**análisis interno**), con objeto de poder determinar sus fortalezas, oportunidades, debilidades y amenazas. La situación externa se desglosa en dos factores no controlables: **oportunidades** (O) y **amenazas** (A). Por su parte, la interna en dos elementos controlables: **fortalezas** (F) y **debilidades** (D). La suma de estos factores (y sus siglas) constituye el **DAFO**.

A partir de esta reflexión, toda empresa a lo largo de su vida llega al momento de plantearse un salto cualitativo y cuantitativo en su plan estratégico, desarrollando un proyecto de crecimiento y expansión. Este proyecto se puede plantear mediante un **proceso de adquisición y/o fusión M&A** (*mergers & acquisitions*) con el objetivo de mejorar su posición competitiva en el mercado y con los grupos de interés o **stakeholders** (proveedores, clientes, accionistas y empleados) con los que se relaciona.

Una **fusión** es una combinación de dos empresas en la que **solo una de ellas sobrevive**; la empresa fusionada deja de existir y la empresa absorbente recibe tanto los activos como los pasivos del balance de situación. En determinadas situaciones, la fusión se produce como un **proceso de «combinación de dos compañías»** que tienen una dimensión similar, y ambas dejan de existir creando una (NEWCO).

La mayoría de las operaciones de M&A son **operaciones amistosas**, aunque también existen **operaciones hostiles**, que hacen referencia al control de una sociedad contra la voluntad de sus gestores y equipo directivo; es entonces cuando se realiza una OPA (oferta pública de adquisición) a sus accionistas.

Las diferentes **clasificaciones** de una operación de fusión vienen dadas por sus operaciones:

1) De **fusión vertical**, que se produce entre dos compañías en el mismo sector de actividad. En otras palabras, una concentración vertical es por lo general entre un fabricante y un proveedor. Las fusiones verticales suelen darse con el fin de aumentar la eficiencia en la cadena de suministro y logística. Las compañías que se fusionan verticalmente lo hacen para buscar una ventaja competitiva reduciendo costes y eliminando competencia.

2) De **fusión horizontal**, que es una fusión que combina dos o más compañías que producen productos similares dentro de la misma industria. Las compañías que se fusionan de manera horizontal lo hacen para incrementar su cartera de productos, ampliar cuota de mercado, para entrar en un mercado geográfico diferente.

3) De **combinaciones de compañías**. Según la NRV 19.<sup>a</sup> del Plan general de contabilidad (RD 1514/2007), las combinaciones de negocios son aquellas operaciones en las que una empresa adquiere el control de uno o varios negocios. Las combinaciones de negocios, en función de su **forma jurídica**, pueden originarse por:

- Fusión o escisión de varias empresas.
- Adquisición de todos los elementos patrimoniales de una empresa o de una parte que constituya uno o más negocios.

**Fusión horizontal:** fusión entre empresas cuyos productos se encuentran en el mismo mercado competitivo.

**Fusión vertical:** fusión entre empresas localizadas en distintos escalones del ciclo productivo, con una empresa produciendo *inputs* que la otra utiliza. Puede ser «hacia delante» o «hacia atrás».

**Combinaciones de compañías:** fusión entre empresas con diferentes líneas de negocio. El objetivo es lograr una mayor rentabilidad del capital y disminuir el riesgo.

Las operaciones de fusión y/o adquisición consisten en una forma de reestructuración empresarial que puede estar motivada por las siguientes **situaciones**:

- **Desinversión de una actividad** que se considera que ya no forma parte de la actividad estratégica y principal de la compañía (*non core activity*).
- **Operaciones de escisiones** de unidades de negocio.
- La **reestructuración empresarial** en una situación de concurso de acreedores, quiebra o *Chapter 11* (Ley de quiebras en Estados Unidos), venta de la unidad operativa libre de toda la deuda financiera.

En esta nota técnica, veremos cuáles son las razones principales que mueven las operaciones de fusiones y/o adquisiciones M&A.

También veremos la situación actual y la perspectiva de futuro de dichas operaciones.

Seguiremos poniendo el foco en los principales **sistemas de valoración** que actualmente son más utilizados: el descuento de flujos de caja (DCF), la valoración por múltiplos comparables, cómo se valoran las empresas *start-up* y la ponderación del valor de marca dentro del valor de empresa o *enterprise value* (EV).

Nos detendremos en ver los diferentes tipos de operaciones de fusión y/o adquisición apalancadas, es decir, que se financian con recursos ajenos con coste financiero explícito.

Y, por último, detallaremos todo el proceso de una operación de fusión y/o adquisición y finalizaremos con el proceso de *due diligence* (DD).

A modo de resumen, las fases por las que transcurre un proceso de fusión son las que se enumeran a continuación:

**1) Estructurar la operación de fusión y/o adquisición de forma óptima y eficiente**, teniendo presente tanto los aspectos fiscales, como económico y financieros, mercantiles, laborales y de gestión del propio negocio.

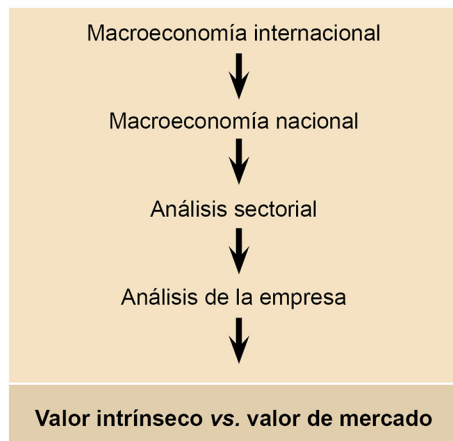
**2) Identificar los potenciales interesados en la operación** de fusión y/o adquisición planificada. Es decir, hay que desarrollar un **análisis**:

**a) Top-down**, en el que las decisiones relacionadas con la inversión en un proceso de fusión y/o adquisición son evaluadas desde una mirada de información global, hasta ir abordando los valores y las variables más detalladas y específicas.

Dicho esto, se lleva a cabo un análisis de las empresas objetivo y de los aspectos más importantes de cada una de ellas. A modo enunciativo, y no limitativo:

- la posición competitiva
- la cuota de mercado
- las calidades de los productos

- las barreras de entrada
- los márgenes y rentabilidades
- la eficiencia en costes

Figura 1. Análisis *top-down*

b) **Cross-border.** La globalización ha llevado a un horizonte geográfico más amplio para las operaciones de M&A transnacionales o cross-border en el mundo. Dicho esto, las empresas españolas compran empresas en el extranjero, lo mismo que las empresas extranjeras compran empresas españolas.

3) **Establecer un perfil ciego** o «*teaser ciego*» (un resumen de presentación de la empresa objeto de la transacción de fusión y/o adquisición sin nombres identificativos, pero resaltando los datos más importantes desde el punto de vista económico y financiero), para su envío a los potenciales candidatos de la operación de M&A.

4) **Calcular el rango de valoración** para la negociación del precio en el que nos encontremos suficientemente cómodos para el cierre, establecer la forma de pago, requerir las garantías y cuentas *escrow* (cuenta de *cash* bloqueada en bancos) necesarios para las futuras contingencias que afloren, etc.

5) **Establecer una oferta no vinculante** (*non binding offer*) sujeta a un amplio y exhaustivo proceso de *due diligence* (DD) y en el *data room* (DR; se trata de la puesta a disposición de toda la información que se ha de revisar que detallaremos exhaustivamente en el punto 6.1 de esta NT) con objeto de identificar pasivos ocultos y riesgos latentes.

6) Superada la DD, emitir la **oferta vinculante**, negociar y cerrar el contrato definitivo de la operación de fusión y/o adquisición M&A.



## 1. Razones de un proceso de fusión y/o adquisición M&A

La evolución natural de una empresa es ir creciendo en su volumen de negocio, bien con los recursos que ha ido generando (hablamos entonces de autofinanciación, usar los resultados que se quedan en la empresa como consecuencia de la capitalización del beneficio neto no distribuido) o bien con ampliaciones de capital por parte de los accionistas. Esto es lo que se denomina **crecimiento orgánico de la empresa**.

Para obtener ese crecimiento, de manera muy simplificada, se puede optar básicamente por vender nuestros productos en **nuevos mercados** (expansión geográfica) o por ofertar **nuevos productos** complementarios a los mercados en los que ya se encuentra la empresa.

Sin embargo, se pueden acelerar los procesos a través del crecimiento mediante operaciones inorgánicas, es decir, **fusiones y adquisiciones**, denominadas **M&A**.

La **compra estratégica** suele ser la más habitual y la que tiene más lógica económica, y suele producirse entre compañías de la misma industria o sectores complementarios, tanto del mismo país como de ámbito internacional. A diferencia de las fusiones, en este caso una parte es la dominante, y por tanto prevalecen sus criterios sobre la otra. Si la empresa adquirida cotiza en bolsa, es habitual que la operación se realice lanzando una **OPA**.

La **fusión** se producirá entre empresas de **similar tamaño**, que negocian de igual a igual. Aunque no tiene que ser exactamente al 50 %, sí suele ocurrir que se fusionan tanto los negocios como los equipos humanos, de modo que se trata de un proceso de cierta complejidad, al no existir una parte que predomine sobre la otra.

En todas las opciones descritas, la finalidad es **incrementar la actividad** de la nueva empresa resultante, así como **aprovechar la eficiencia** de las economías de escala, y se espera que ambas empresas operando conjuntamente puedan ser más eficientes. Desde el punto de vista operativo, esta eficiencia supone **reducción de los costes**, con un impacto directo en la mejora de los diferentes márgenes y del beneficio.

En resumen, las **motivaciones** que se encuentran detrás de una operación de fusión y/o adquisición M&A, gracias a la globalización, al desarrollo de la tecnología y a la desregulación de los mercados, son las siguientes:

- Sinergias operativas y financieras con el fin de incrementar la generación de valor y de liquidez para los accionistas.
- Ganar e incrementar la cuota de mercado.
- Reducción de costes por la generación de economías de escala.
- Mejora de ingresos.
- Crecimiento y expansión internacional, es decir, reducir al máximo el *time to market* (tiempo necesario para estar presente en el mercado elegido).
- Beneficios fiscales.
- Incremento de la capacidad de endeudamiento.
- Acceso y salida a los mercados de capitales.
- Menor coste de capital (WACC), tanto en salidas a bolsa como en la emisión de deuda.
- Facilitar la sucesión en una empresa familiar, si nos encontramos en un escenario en el que no se ve un claro proceso de sucesión en la gestión de la empresa por parte de las siguientes generaciones.

Figura 2. Tipos de operaciones de M&amp;A

Objetivo: crear valor			
Forma de crecimiento empresarial a través de la fusión o adquisición de otra empresa o de sus activos, que deriva en la ampliación de sus negocios actuales o en el desarrollo de negocios nuevos.			
Fusión		Adquisición	
Se habla de fusión cuando dos o más compañías deciden <b>juntar sus patrimonios</b> en una sola empresa.		Se habla de adquisición cuando una empresa <b>compra acciones y/o activos</b> de otra compañía para tener <b>control</b> sobre ella <b>sin llevar a cabo la fusión de sus patrimonios</b> .	
Fusión por nueva creación	Fusión por absorción	Compraventa convencional	Oferta pública de adquisición de acciones (OPA)
Supone la extinción de todas las sociedades participes y la transmisión en bloque de sus patrimonios a una nueva entidad, que surge a consecuencia de la operación.	Una de las empresas implicadas es absorbida y su patrimonio se integra en la empresa absorbente.	Compra de parte del capital social de otra empresa, con la intención de controlarla total o parcialmente.	Realizar una oferta de compra, de todo o de parte del capital social, a los accionistas de otra <b>empresa cotizada</b> bajo ciertas condiciones.

Figura 3. Razones para iniciar una operación de M&amp;A

Crecimiento geográfico	Concentración en actividad ( <i>core business</i> )
Incremento de participación en el mercado / <i>Market share</i>	Financiación para nuevos proyectos
Diversificación de productos y/o servicios	Salida de actividades / Mercados maduros/estancos
Acceso a tecnología	Necesidades de liquidez de los accionistas
<i>Cross selling</i>	Necesidad de recursos para financiar pérdidas
Economías de escala (reducción de costes)	
Sinergias / Integración vertical/horizontal	
El valor de mercado de la empresa resultante tras una adquisición debe ser mayor al de las sociedades independientes objeto de la operación de M & A	

## 2. Las valoraciones en la realidad en un proceso de M&A

### 2.1. Métodos de valoración

Las razones para valorar una empresa implican tanto motivos internos como motivos externos, por lo que podemos dividirlos en:

#### 1) Motivos internos:

- Conocer la situación y/o evolución del patrimonio neto, «medir la creación de valor para el accionista».
- Verificar la gestión llevada a cabo por los directivos.
- Establecer la política de dividendos o *pay out* (en inglés, porcentaje del beneficio neto a repartir a los accionistas por dividendos).
  - Conocer la capacidad de endeudamiento o apalancamiento financiero, y por otro lado valorar la ampliación o reestructuración interna del capital.
  - Sucesión.

#### 2) Motivos externos:

- Transmisión total o parcial de la empresa.
- Separación o incorporación de socios.
- Adquisición por parte de un grupo inversor (se explicará más adelante):
  - Interno (directivos), MBO.
  - Externo (directivos), MBI.
  - Capital riesgo.
  - *Private equity*.
  - *Venture capital*
- Fusiones y escisiones M&A.
- Salida al MAB (mercado alternativo bursátil).
- Solicitar financiación bancaria.

Cualquier valoración de una empresa debe iniciarse con un **análisis de una serie de factores internos:**

- La empresa y su entorno.
- La capacidad de crecimiento y de generar valor en el mercado.
- La posición frente a competidores.
- La penetración en el mercado y las capacidades futuras.

- La capacidad y las vías de monetización o liquidez.
- El equipo humano y su profesionalización.
- El valor de su patrimonio.

Por otra parte, no podemos dejar de lado los **factores externos**, por lo que es muy importante tener presente:

- La estabilidad económica y jurídica del país donde se encuentra domiciliada la empresa.
- La de los Estados o países a los que se destinan las ventas de los servicios o productos.

Con estos **análisis previos** nos podemos hacer una idea de cuáles son los principales puntos fuertes y débiles con los que cuenta nuestra empresa, complementado con un **análisis DAFO**, o bien con la **matriz de posicionamiento de Boston Consulting Group** y, por último, con el **análisis PESTEL** (entorno político, legal, económico, social y tecnológico).

**Valoración de una empresa:** proceso que, en función de distintos métodos, intenta dar un valor justificable económicamente de una empresa.

**Precio de una empresa:** es el precio de la transacción, entre comprador y vendedor.

El precio no tiene que coincidir con el importe calculado en la valoración. El precio depende de muchas circunstancias: capacidad de financiación, sinergias del comprador, situación mercado, compradores interesados, etc.

Los **factores que influyen en el precio** fijado en una transacción son los siguientes:

1) **Liquidez**, que se refiere a si las acciones cotizan o no en la bolsa o mercados de valores; a mayor liquidez mayor precio, a menor liquidez penalización en el precio por la operación de M&A.

2) **Prima de control**, que se refiere a si la empresa objetivo de una operación de M&A es por un importe minoritario del capital de la empresa, o por el contrario se toma una posición mayoritaria de control sobre el capital; a menor porcentaje del capital esto implica un menor precio ofertado.

3) **Sinergias**, que pueden ser:

a) **Productivas:**

- Reducción de costes
- Mejora de ingresos por ventas

- Incremento de la cuota de mercado

#### b) Financieras:

- Incremento de los flujos de caja
- Mejora de la estructura de costes financieros
- Mayor capacidad de endeudamiento financiero

4) **Fiscalidad**, es decir, beneficios fiscales, el poder beneficiarse una empresa del crédito fiscal de la otra, lo que implica para la nueva sociedad resultante del proceso de M&A pagar menos impuestos de sociedades.

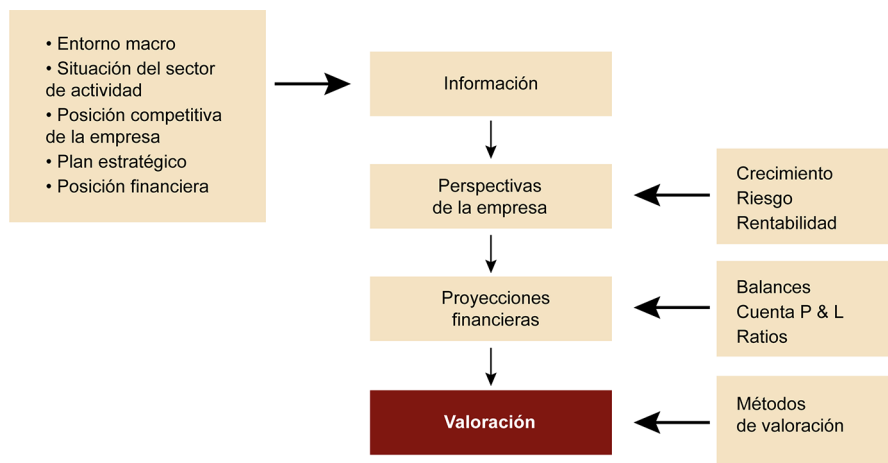
5) **Oferta y demanda**, es decir, al final es una negociación personal entre potencial comprador y potencial vendedor, hasta encontrar el punto de intersección que cumple los objetivos de ambas partes negociadoras.

A la hora de la valoración de una empresa, se pueden dividir en **dos grandes métodos**:

1) **Estático**: el patrimonio actual, sin tener en cuenta los beneficios futuros que puede generar.

2) **Dinámicos**: valoración de la empresa en función del beneficio futuro que es capaz de generar.

Figura 4. Desglose del proceso de valoración



#### 2.1.1. Valoración por múltiplos

La **valoración por múltiplos** es el método más utilizado a la hora de valorar una empresa. Consiste en **comparar ratios financieros** que disponemos a partir del balance y la cuenta de resultados de la empresa que hemos de valorar

con otros ratios de otras empresas de las que disponemos de una valoración (empresas que cotizan en la bolsa o de las que ha habido una transacción de venta de acciones recientemente).

Las empresas de las que disponemos mucha información son aquellas que son públicas, es decir, que cotizan en la bolsa, ya que tenemos el precio de la acción y con ello la capitalización de la empresa.

Pasos que se deben seguir para valorar una empresa por múltiplos:

1) **Elegir un conjunto de empresas equiparables**, del mismo sector de actividad, para compararlas con la que queremos valorar; normalmente hablamos de empresas cotizadas, o bien transacciones recientes que sirvan de referencia de cálculo.

2) **Seleccionar los ratios apropiados que sean fácil de calcular**, entendibles y lógicos, entre lo que encontramos los siguientes:

- **PER (*price to earning ratio*) = Cotización / Beneficio neto por acción.**  
Dicho esto, de aquí podemos obtener:

$$\text{Valor de la empresa} = \text{Beneficio neto de la compañía} \times \text{PER}$$

Este múltiplo puede presentar divergencias debido a la utilización de diferentes políticas contables GAAP en cada país, así como del impacto de la política de endeudamiento bancario que utilice la empresa.

- **EV/FP múltiplo = Valor empresa / Valor contable neto de los fondos propios.**

$$\text{Valor de la empresa} = \text{Valor contable fondos propios} \times \text{número de veces del múltiplo}$$

Este múltiplo es conveniente para operaciones con empresas que tengan un nivel elevado de fondos propios.

- **EV/Ventas múltiplo = Valor de empresa / Ventas.**

$$\text{Valor de la empresa} = \text{Ventas} \times \text{número de veces del múltiplo}$$

Este múltiplo es conveniente utilizarlo para empresas con márgenes de rentabilidad similares.

- **EV/EBITDA múltiplo = Valor de empresa / EBITDA** (beneficio antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones).

$$\text{Valor de la empresa} = \text{EBITDA} \times \text{número de veces del múltiplo}$$

Este múltiplo es útil cuando queremos comparar las acciones de diversas empresas en diferentes países por el resultado operativo obtenido, es decir, por el EBITDA, por lo tanto no tenemos en cuenta los intereses financieros ni los impuestos, y tampoco las amortizaciones ni las depreciaciones porque no implican flujo de caja de salida.

- **EV/EBIT múltiplo = Valor de empresa / EBIT = BAIT** (beneficio antes de intereses e impuestos).

Valor de la empresa = EBIT × número de veces del múltiplo

Este múltiplo es útil cuando queremos comparar las acciones de distintas empresas en diferentes países con fiscalidad también diferente, ya que las normativas fiscales no deberían influir en el valor y los intereses financieros reflejan más la estructura del capital con el que se ha dotado a la empresa y los tipos de interés dominantes que su gestión financiera.

### 2.1.2. Valoración por descuento de los flujos de caja libre (DFC)

El *cash flow* (CF) es la capacidad que tiene una empresa de crear riqueza y/o generar recursos monetarios en superávit. Para valorar empresas se suele utilizar el *free cash flow* (FCF) o flujo de caja libre (FCL), que mide la capacidad que tiene un negocio de generar excedente monetario independientemente de su estructura de financiación. En otras palabras: es el flujo de caja generado por una empresa que se encuentra disponible para los suministradores de financiación de esta, ya sea accionistas que remunerar vía dividendos, ya sean proveedores de deuda a los que hay que devolver el principal de la deuda y remunerarlos con el pago de intereses.

Las fases que se deben seguir para la valoración de una empresa por el descuento de flujos caja operativos son las siguientes:

- Análisis histórico de la empresa y del sector
- Datos macroeconómicos
- Definición de hipótesis financieras para el periodo a analizar y valorar
  - Cuenta de resultados
  - Balances
  - Inversiones
  - Financiación
- Análisis de escenarios
- Comparación de las previsiones con los datos históricos
- Estimación del coste de capital
- Estimación del coste de la deuda
- Estimación del WACC
- Determinación del valor residual
- Actualizar los flujos de caja con el WACC
- Actualizar el valor residual con el WACC
- Interpretar y comparar los resultados obtenidos

#### ¿Cómo se calcula el *free cash flow* (FCF)?

- + Ingresos de explotación
- Costes de explotación

= **Beneficio explotación o BAIT o EBIT**  
 + Amortizaciones/Depreciaciones  
 – Impuestos sobre el beneficio de explotación  
 = **Cash flow bruto**  
 +/- Variación fondo de maniobra o *working capital*  
 +/- Inversiones y desinversiones en activos (Capex)  
 = **Flujo de caja libre (FCL) para la empresa o free cash flow (FCF)**

Una manera de verificar si el cálculo que hemos realizado del flujo de caja libre de una empresa es ver si este es igual al de su flujo de caja financiero (todos los pagos netos de impuestos a los proveedores de deuda –bancos, cajas, fondos de inversión, *crowdfunding*– y a los accionistas).

### ¿Cómo obtenemos el flujo de caja financiero?

+ Pago de dividendos o *pay out*  
 +/- Gastos/Ingresos financieros  
 – Impuesto de sociedades sobre los gastos financieros (ya que son fiscalmente deducibles)  
 –/+ Incremento/amortización de deuda financiera con coste financiero explícito  
 –/+ Aumento/reducción del capital social de la empresa aportado por los accionistas  
 = **Flujo de caja financiero (FCF)**

Una vez calculado el flujo de caja financiero, lo podemos descomponer entre el flujo de caja para los accionistas y el flujo de caja para el servicio de la deuda, según detalle:

### ¿Cómo calculamos el flujo de caja para los accionistas?

+ Beneficio neto (después de impuestos)  
 + Amortizaciones  
 – Capex (nuevas inversiones en el ANC)  
 –/+ Variación del *working capital* o de las NOF  
 – /+ Variación del endeudamiento financiero (tanto del PNC como del PC)  
 = **Flujo de caja para los accionistas (FCA)**

### ¿Cómo calculamos el flujo de caja para el servicio de la deuda?

+/- Gastos/ingresos financieros  
 – Impuesto de sociedades sobre los gastos financieros (ya que son fiscalmente deducibles)  
 – /+ Variación del endeudamiento financiero (tanto del PNC como del PC).  
 = **Flujo de caja para el servicio de la deuda (FCD)**



Figura 5. Flujos de caja operativo, financiero y accionistas

Flujos de caja	
EBITDA	Flujo de caja operativo
+/- Variaciones del <i>working capital</i> o de las NOF - Capex (nuevas inversiones en el ANC) - Impuesto de sociedades sobre el EBITDA	
Flujo de caja libre operativo	
+ Incremento de deuda financiera -/+ Gastos/ingresos financieros - Amortización de deuda financiera +/- Aumento/reducción del capital	Flujo de caja financiero
= Flujo de caja después servicio deuda	
+ Saldo inicial de tesorería	Flujo de caja accionistas
= Flujo de caja disponible para accionistas	
- Dividendos o <i>pay out</i> - IFT, excedentes de liquidez	
= Saldo final de tesorería disponible	

Figura 6. Descripción de los principales métodos de valoración

Principales métodos de valoración		
Métodos de valoración estáticos	Valor neto contable	Valor de los <b>recursos propios</b> que figuran en el balance de situación de una compañía (capital y reservas). Este valor puede obtenerse también por la <b>diferencia entre el activo total y el pasivo exigible</b> .
	Valor neto contable ajustado	<b>Valor contable</b> de su patrimonio de acuerdo con las cuentas anuales <b>ajustando sus activos y pasivos</b> para reflejarlos a su <b>valor de mercado</b> .
	Valor liquidativo	Valor de una empresa en el caso de que se proceda a su <b>liquidación</b> (venta de sus activos y cancelación de deudas). Se calcula deduciendo del patrimonio neto ajustado los gastos de liquidación del negocio.
Métodos de valoración dinámicos	Descuentos de flujos de caja (DFC)	Valor presente de los <b>flujos de caja libres</b> que podrá generar la empresa en el futuro y que son susceptibles de ser distribuidos a sus fuentes de capital (accionistas y proveedores de deuda). Se calcula el valor presente de dichos flujos descontándolos a la tasa de descuento <b>coste medio ponderado del capital (WACC)</b> .
	Descuento de dividendos (DDM)	Valor presente de los <b>dividendos</b> que la empresa podrá generar y repartir a sus accionistas en el futuro. Se calcula el valor presente de dichos flujos descontándolos a la tasa de descuento <b>coste de capital (Ke)</b> .
	Múltiplos de mercado	Se realiza una valoración en función del precio que se ha pagado por <b>compañías similares en transacciones anteriores</b> o al que coticen compañías similares en bolsa. Múltiplos más utilizados: <b>múltiplo EBITDA y resultado neto (PER)</b> .

### 2.1.3. El coste de capital WACC

Para el cálculo de la tasa de descuento utilizaremos el WACC.

El WACC (*weighted average cost of capital*) es una **tasa de descuento** que mide el coste de capital entendido como una media ponderada entre la proporción de recursos propios y la proporción de recursos ajenos. Explicado de una manera más sencilla, es una tasa que mide el **coste medio que nos ha costado nuestro activo** (activo no corriente + activo corriente), atendiendo a

cómo se ha financiado con capital propio (aportación de los socios) y recursos financieros de terceros (cualquier tipo de deuda, ya sea emitida en forma de créditos o préstamos o cualquier otra facilidad crediticia de bancos).

$$WACC = K_i + K_e$$

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

Donde:

- $K_i$  = coste de los recursos ajenos con coste explícito (apalancamiento financiero)
- $K_d$  = coste de los recursos ajenos, tipo de interés
- $(1 - t)$  = factor de ahorro impuesto de sociedades
- $E$  = Fondos propios
- $D$  = Fondos ajenos

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

Donde:

- $K_e$  = coste de los recursos propios o del capital aportado por los accionistas
- $R_f$ : rentabilidad sin riesgo, rentabilidad de los bonos del Estado a largo plazo
- Beta: riesgo relativo del activo con respecto a la media
- $R_m$ : prima de riesgo del mercado, media obtenida de una serie histórica de un portfolio de compañías, normalmente de empresas que cotizan en bolsa

Figura 7. Tasas de actualizaciones y *drivers* de rentabilidades

Tasas de actualizaciones de los flujos de caja		
Tasas de descuento	$K_e$	Coste de los recursos propios o coste de oportunidad. Rentabilidad a largo plazo exigida por el accionista.
	$K_d$	Coste de los recursos ajenos con coste financiero explícito, que son deducibles del impuesto de sociedades.
	WACC	Coste medio ponderado de capital (CMPC o WACC, <i>weighted average cost of capital</i> ). Tasa media ponderada del coste del capital ( $K_e$ ) y del coste de la deuda financiera ( $K_d$ )
Principales <i>drivers</i> de rentabilidades		
VAN – valor actual neto	TIR – tasa interna de retorno	
Método de valoración de inversiones que puede definirse como la actualización al momento inicial (0) de los flujos de caja proyectados. <b>Se trata del valor absoluto (unidades monetarias) que se desprende de la diferencia entre el valor actualizado de los pagos y cobros operativos.</b>	Método de valoración de inversiones que mide la rentabilidad interna del proyecto, que la empresa debe comparar con la TIR esperada. <b>Se trata de la rentabilidad que hace que el VAN de la inversión sea igual a 0 (<i>break even</i>)</b>	

### 2.1.4. La estructura financiera óptima

Una de las decisiones más importantes que tiene que asumir el director financiero de una compañía es la de **determinar la estructura financiera óptima**. Para ello, hay que tener en cuenta que cada empresa es diferente y tiene una estructura de capital óptima distinta que depende de la industria y sector en el que participa, de la madurez del mercado en el que opera, de la coyuntura económica, etc. Por tanto, no existe una regla universal sobre cuál es el coeficiente de endeudamiento óptimo.

Pero ¿qué **principio** debe seguir esta estructura financiera o de apalancamiento óptima? Podemos enumerar **tres posibles opciones**:

- La estructura de capital óptima para una empresa es la que maximiza el valor de las acciones.
- La estructura de capital óptima para una empresa es la que maximiza el valor actual de la empresa (valor de las acciones + valor de la deuda).
- La estructura de capital óptima es la que minimiza el coste medio de capital (WACC) de una empresa, es decir, el coste promedio del capital, entendiendo la proporción de deuda y fondos propios con sus respectivos costes de oportunidad.

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

El periodo analizado con el **método de valoración por el descuento de los flujos de caja (DCF)** suele corresponder a un horizonte explícito de **5 a 10 años de proyecciones financieras**, tanto del balance de situación como de la cuenta de pérdidas y ganancias.

A partir de ese periodo explícito, la empresa objeto de valoración seguirá funcionando y operando, por lo que es importante poder determinar el valor de empresa por el sumatorio del valor actual neto (VAN) de los flujos de caja durante el periodo de proyección explícito + el valor actual neto (VAN) de los flujos de caja después del periodo explícito analizado, valor este último que recibe el nombre de valor residual (VR) o *terminal value* (TV).

Para estimar dicho **valor residual (VR)** se puede calcular como si de una renta perpetua se tratase a partir del flujo de caja del último año proyectado, es decir:

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

Donde:

- $VR_n = \frac{FLC_n \times (1+g)}{(WACC-g)^n}$ .

- $g$  = crecimiento perpetuo esperado del  $FCL_n$ .

### 2.1.6. Valoración de una *start-up* de reciente creación

Las nuevas empresas de base tecnológicas, del sector de *fintech*, tecnología *blockchain*, biotecnología, robótica y domótica, etc., se están convirtiendo en las nuevas empresas *start-up* en busca de financiación para desarrollar sus ideas y proyectos, pero como se trata de empresas de reciente creación y no tienen un *track record* (es decir, un historial de empresa en funcionamiento con balance, cuenta de pérdidas y ganancias, etc.), no es aplicable la metodología del descuento de los flujos de caja ni de los múltiplos para ellas.

El objetivo que perseguimos en este punto y siguientes es dar a conocer **cómo se pueden valorar las nuevas empresas de base tecnológica**, dejando al alumno la capacidad de investigar sobre los enlaces que facilitamos:

#### Método Berkus

Dave Berkus ideó este método en la década de los noventa, desde su óptica de *business angel*, buscando una manera de valorar ***valuing an early stage investment***, que ha sido actualizado recientemente en noviembre de 2016.

El punto de partida es el siguiente: la *start-up* candidata a encontrar financiación tiene que estar segura de que, cuando finalice el quinto año de inicio de las operaciones, podrá alcanzar unos ingresos brutos de veinte millones de dólares.

En caso afirmativo, Berkus pasa a la siguiente fase, los **factores de riesgo** a los que se enfrenta cualquier *start-up*, que son:

- riesgo de producto
- riesgo tecnológico
- riesgo de ejecución
- riesgo financiero

Los factores clave que analiza y valora Berkus es cómo operar para reducir o mitigar los factores de riesgo identificados, y son:

- **Idea** (reducir el riesgo del producto o servicio).
- **Prototipo** (reducir el riesgo tecnológico).
- **Equipo de dirección y promotor de la idea** (reducir el riesgo de ejecución).
- **Relaciones estratégicas** (reducir el riesgo de mercado y de competencia).
- **Time to market vía ventas** (reducir el riesgo de producción y financiero).

A cada uno de estos cinco factores, Berkus les da un valor máximo de 0,5 millones de dólares. Esto significa estar realizando una valoración *pre-money* de la empresa de entre 2 y 2,5 millones de dólares.

#### Enlace recomendado

Para más información, podéis visitar el blog: <https://berkonomics.com/?p=1214>.

### Método Scorecard

Este método ha sido creado por **Bill Payne**, también inversor de *start-ups*, e identifica según su autor los **factores más relevantes** que se deben tener en cuenta en una *start-up*. A diferencia de Berkus, en lugar de darles un peso económico, lo que hace es darle un **peso en porcentaje** a cada uno.

- Valoración del equipo fundador y directivo (un rango de 0 a 30 % máximo).
- Oportunidad que presenta el tamaño del mercado objetivo (un rango de 0 a 25 % máximo).
- Producto y/o servicio ofrecidos y tecnología utilizada (un rango de 0 a 15 % máximo).
- Entorno competitivo (un rango de 0 hasta 10 % máximo).
- Marketing/canales de ventas/socios estratégicos (un rango de 0 hasta 10 % máximo).
- Necesidades adicionales de inversión (un rango de 0 hasta 5 % máximo).
- Otros (un rango de 0 hasta 5 % máximo).

Hablando de *start-up*, una vez realizado el **check list** de los siete puntos anteriores, se obtendrá **un porcentaje que deberá ser multiplicado por el valor medio *pre-money* del mercado en el que se encuentra la empresa.**

#### ¿Qué se entiende por valoración *pre-money*?

Es el valor que los actuales accionistas y/o promotores de una empresa asignan a su compañía al empezar a buscar una ronda de financiación (que se materializará a través de una ampliación de capital). Es decir, es la valoración de la compañía antes de haber cerrado y recibido el dinero de la ampliación.

#### Enlace recomendado

Para más información, podéis visitar el blog: <http://blog.gust.com/valuations-101-scorecard-valuation-methodology/>.

Veamos un ejemplo: se trata de una empresa de la internet de las cosas, aplicaciones de redes sociales y móviles, con una valoración *pre-money* del mercado para este tipo de *start-up* de \$ 2 millones. Aplicando la metodología Scorecard de Bill Payne, se obtiene un coeficiente multiplicador de 1,1, que multiplicado por el valor *pre-money* de mercado valora el capital de la *start-up* en \$ 2,2 millones. A partir de este momento, el equipo de dirección de la *start-up* puede salir al mercado a buscar financiación mediante ampliación de capital por parte de un *private equity* o un *venture capital*.

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>

EJEMPLO	
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

## Método VC

Este método, elaborado por el profesor del Harvard Business School **William A. Sahlman** en 1987, es uno de los primeros modelos de valoración para **empresas en su fase inicial** (*early stage start-ups*) y sigue vigente en la actualidad.

Esta metodología, que tiene como objetivo estimar el **futuro valor de venta** de la *start-up*, hace especial énfasis en el valor terminal (VT) o *terminal value* (TV) y desde esta estimación hace un ejercicio regresivo para de esta manera concluir la valoración *pre-money* a la que se podría invertir y cumplir con el retorno de la inversión previsto por parte del inversor.

Lo interesante de esta metodología es que está pensando desde el punto de vista de un *venture capital* (VC), es decir, un fondo de inversión de capital riesgo y como emprendedor te ayuda a comprender qué busca y cómo razona un VC.

Veamos un ejemplo: se trata de una empresa de biotecnología, con una previsión de ventas de \$ 10 millones en el año 5, con un BAIT del 22,5 %, y está buscando que entre un VC en el capital de la *start-up* por un importe de \$ 700 k. Obtenemos una valoración *pre-money* del capital de la *start-up* de \$ 2.286.432,93 y una valoración *post-money* (después de la ampliación) de \$ 2.986.432,93, lo que significa que los accionistas de la *start-up* están vendiendo un 23,44 % del capital de la *start-up* al fondo de inversión.

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 BA/T	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 tenemos la piedra filosofal ni un método único de valoración infalible para conseguir una estimación de la valoración... cada potencial inversor, cada empresa *start-up*, cada negociación es diferente y singular; al final el precio será el que acuerden las partes, es decir, el inversor nuevo que entra en el capital de la *start-up* con los actuales accionistas y/o promotores.

#### Enlace recomendado

Para más información, podéis visitar el blog: <http://www.vcmethod.com/>.

## 2.2. La valoración de las empresas poscrisis financiera

Las valoraciones desorbitadas realizadas antes de la última gran crisis financiera global y sistémica del 2007 han dado paso a la utilización de unos **criterios mucho más conservadores y realistas** de mercado, lo que denominamos la **ley del péndulo**.

Generalmente, el valor del *equity* o de los fondos propios se obtiene de la siguiente forma:

Valor del *equity* o de los fondos propios = Valor de la empresa + Tesorería disponible – Deuda

Los métodos generalmente utilizados para valorar el negocio de las empresas suelen ser, como hemos visto anteriormente:

1) **Descuento de los flujos de caja (DCF)**: está considerado generalmente como el método conceptualmente más adecuado para valorar un proyecto empresarial en continuidad de explotación, ya que se basa en la capacidad de generación futura de flujos de caja, es decir, generación de valor.

Debemos ser muy prudentes a la hora de utilizar las proyecciones financieras de los estados financieros (EF) y del *cash flow* (CF), ya que estamos realizando estimaciones futuras en un entorno económico-financiero global de manifiesta incertidumbre.

Al mismo tiempo, deberemos ser mucho más restrictivos en cuanto a los cálculos y variables que utilizar para la determinación del valor residual (VR) o *terminal value* (TV) y de la tasa de actualización WACC.

**2) Múltiplos de empresas comparables:** aporta un valor indicativo del negocio, comparándolo con empresas de características similares para las que existe información disponible (fuentes: empresas cotizadas, transacciones de otras sociedades o transacciones previas en la compañía objeto de valoración). Uno de los múltiplos más utilizados es el múltiplo del EBITDA (que hemos visto en el desglose de la cuenta de pérdidas y ganancias).

El uso de cualquiera de los dos métodos generalmente aceptados dependerá, principalmente, de la calidad de las proyecciones financieras de la empresa objeto de compra o fusión. En cualquier caso y tal como se ha indicado anteriormente, si existe información, el mejor método es el descuento de flujos de caja.

El método de los múltiplos comparables suele utilizarse más como un método secundario de verificación de la metodología principal (descuento de flujos de caja).

Es importante realizar un análisis de sensibilidad de todos los *drivers* y variables que hemos utilizado y que pueden presentar desviaciones. Dicho esto, lo importante es ver cómo el valor actual neto (VAN) de los flujos de caja proyectados se comporta en un panorama de diferentes escenarios:

- Escenario o *business case* (base).
- Escenario optimista.
- Escenario pesimista.

En consecuencia, el análisis que deberemos realizar tanto para la empresa absorbente y/o compradora como para la empresa absorbida y/o vendedora y sus empresas en tanto que asesores en el ámbito económico-financiero vendrá condicionado en función de cómo se ha fijado la cuantificación del precio entre las partes.

En cualquier proceso de valoración, existen una serie de **parámetros** cuyo **análisis y cálculo** suele ser recurrente en la mayoría de las transacciones M&A:

- EBITDA normalizado = EBITDA ajustado.
- EBIT normalizado = EBIT ajustado.
- Fondo de maniobra normalizado = Fondo de maniobra ajustado.
- Necesidades operativas de fondos (NOF) normalizado = NOF ajustado.
- Inversiones en activos no corrientes o Capex normalizado = Capex ajustado.
- Deuda financiera neta (Deuda a L. P. + Deuda a C. P. – Tesorería disponible).



Visto lo expuesto, si cualquiera de las variables explicitadas anteriormente tiene un impacto en la determinación del precio inicial o en las cláusulas de ajuste del precio, el contrato de compraventa de una empresa y/o de la ecuación de canje en un proceso de fusión debe incluir su definición y componentes, al objeto de facilitar su cálculo y la resolución de futuras discrepancias entre las partes.

A modo de **resumen**, nos concentramos en afirmar lo siguiente:

1) Cuando se trata de obtener el valor de la empresa y a partir del mismo el valor de los fondos propios o *equity* en una operación que tiene por objetivo el control de la mayoría del capital, si la empresa es pública y cotiza se admite aplicar el **método de valoración del descuento de los flujos de caja (DCF)**, que es la capacidad que tiene la empresa de generar riqueza, mediante la tasa WACC. En dicha tasa podemos ponderar una prima o porcentaje de penalización por la dimensión/tamaño de la empresa, si se trata de una pequeña y mediana empresa (pyme).

2) En el caso de que hablemos de la valoración de control de la mayoría del capital, es decir, de más del 50 %, en una empresa que no sea pública (que no cotice en Bolsa), podemos optar por **dos alternativas**:

- DCF si estamos hablando de una mediana o gran empresa; podemos incluir un prima de penalización por el concepto de no liquidez de las acciones que componen el capital social, en el cálculo del WACC por medio del cálculo del coste de oportunidad del  $K_e$  = coste de los fondos propios (véase el ejemplo del apartado anterior).
- DCF si la empresa es de tamaño reducido, es decir, una pyme; aquí es conveniente incluir una prima de penalización mayor que en el apartado anterior, que recoja no solo el tamaño de la empresa sino también la no liquidez de las acciones en el cálculo del WACC, a través del cálculo del coste de oportunidad del  $K_e$  = coste de los fondos propios (véase el ejemplo del apartado anterior).

**Nota**

La prima de penalización por tamaño y por no liquidez oscila entre una banda del 20 y el 40 %.

A modo de ejemplo, si calculamos que tenemos una empresa XYZ y hemos calculado el  $K_e$  (coste de los fondos propios), con el siguiente detalle:

<b>coeficiente de variabilidad <math>\beta</math> beta total</b>	<b>1,1800</b>
<b>Tasa libre de riesgo (i)</b>	1,44%
<b>Rentabilidad sectorial del mercado</b>	9,48%
<b>Prima de riesgo del mercado</b>	5,90%
<b>Prima específica</b>	6,96%
<b>Ke sin penalización</b>	<b>14,30%</b>
<b>Penalización Pyme no pública</b>	<b>35,00%</b>
<b>Ke con penalización</b>	<b>19,31%</b>

El primer coste de oportunidad del  $Ke$  que obtenemos sin penalización es del 14,30 %, ante una posible operación de M&A de una pyme que no cotiza en bolsa y, por tanto, cuyo tamaño del capital es relativamente pequeño y cuya liquidez para las acciones no existe de manera inmediata. Tiene su lógica que un inversor nuevo que quiera entrar en el capital de la sociedad XYZ quiera conseguir una valoración de empresa y del capital más bajo.

En nuestro ejemplo estamos aplicando una penalización del 35 %. Llegados a este punto, vemos cómo el  $Ke$  con penalización ha subido al 19,31 %, lo que nos indica que si se incrementa el  $Ke$ , también se incrementará el WACC y, por consiguiente, bajará el valor de empresa y el valor del capital de la empresa XYZ, ya que esta será más barata y por tanto más atractiva desde el punto de vista del inversor.

3) En el caso de utilizar la valoración por el **método de múltiplos**, este nos va a servir para verificar la bondad del análisis realizado por el método del descuento de los flujos de caja (DCF), y poder establecer un rango de valoración de confianza.

4) Utilizar de forma directa la **valoración por múltiplos** nos aporta las siguientes ventajas:

- Los valores que aportan los diferentes múltiplos detallados anteriormente nos indican la valoración que da el mercado al tipo de empresa y al sector de actividad, destacando:
  - perspectiva y tendencia de la empresa objeto del análisis
  - riesgos y perspectivas de crecimiento
- El mercado siempre valora la potencialidad de la empresa y del sector de actividad de manera más eficiente que nuestro análisis subjetivo. Lo que queremos decir es que los bancos de inversión y sus analistas tienen la capacidad y el acceso a poder realizar un *benchmarking* de empresas del mismo sector, que son analizadas y evaluadas de manera continua, generando de forma periódica y recurrente toda clase de análisis con los correspon-

dientes múltiples y ratios de información económico-financiera con un sistema predictivo de evolución de estos.

- El valor obtenido por múltiplos puede recoger una ponderación de diferentes múltiplos individuales, en función de nuestra percepción que tengamos sobre la empresa objeto de análisis, valorando:
  - la ubicación
  - la cuota de mercado
  - el conocimiento de marca
  - la percepción y valoración de las redes sociales
  - el portfolio de productos y/o servicios ofrecidos, la ventaja competitiva
  - la relación calidad/precio, la optimización operativa
  - la estructura de márgenes y rentabilidades
  - la estructura de apalancamiento financiero

Lo que pretendemos indicar en este punto es que la mayoría de las veces es necesario ponderar varios múltiplos y no solo uno, es decir, un múltiplo sobre ventas, un múltiplo sobre EBITDA, un múltiplo sobre el EBIT, y asignar a cada uno de ellos una ponderación.

A modo de ejemplo, en el múltiplo de ventas estamos ponderando la diferenciación del producto y servicio de la empresa que estamos analizando; por ejemplo, en un restaurante, su ubicación es muy importante, ya que no es lo mismo estar o no estar en una zona *prime* de una ciudad como Barcelona, puesto que esto repercute en la cifra de sus ingresos.

Siguiendo con este mismo ejemplo, en el múltiplo del EBITDA estamos ponderando la estructura de la cuenta de pérdidas y ganancias; si seguimos con el restaurante, cuándo se consigue el punto muerto o *break even*, la composición de los gastos entre fijos y variables, lo que nos va a servir para valorar la fortaleza y predictibilidad del beneficio operativo que está consiguiendo de sus operaciones.

- El valor calculado por múltiplos es aplicable a operaciones de control mayoritario o minoritario del capital de la empresa objetivo de dicho análisis.

### 2.3. La valoración de la marca

La **valoración de marcas** significa para una empresa y para los inversores un punto clave en la toma de las decisiones de inversión corporativas. Es uno de los valores fundamentales en la negociación en procesos de fusión, adquisición, escisión y búsqueda de inversión.

#### ¿Por qué interesa valorar una marca?

- Para poder definir alianzas estratégicas de crecimiento.
- Para maximizar la creación de valor para sus accionistas y el resto de *stakeholders*.
- Para valorar una posible operación de compra/venta o de fusión.

- Para valorar futuras licencias o franquicias de la marca.
- Para reforzar operaciones de apalancamiento financiero.
- Para atraer nuevos inversores.

### ¿Tiene algún valor el patrimonio intangible de la empresa?

Por supuesto que sí, pudiendo ser en determinados tipos de empresas o negocios igual o superior al valor del patrimonio tangible.

Podemos enumerar los **factores medibles cuantitativos que afectan al cálculo del valor de la marca** de una empresa, que son los siguientes:

- Cuota de mercado.
- Volumen de negocio.
- Mercados y países donde está presente.

De entre los **factores no medibles o cualitativos**, nos encontramos con los siguientes:

- Notoriedad y liderazgo.
- Calidad del servicio y/o producto que suministra.
- Satisfacción y percepción de valor por parte del cliente (consumidor final).
- Respuesta de la competencia.
- Reputación en redes sociales.

#### 2.3.1. ¿Cómo medir el valor de marca?

1) El **brand equity** es el valor que tiene una marca desde un punto de vista de la capacidad de incrementar *branding*, generar más ventas gracias a su notoriedad y al grado de reconocimiento; está asociado también el valor psicológico que tiene la marca con sus públicos y consumidores.

Principales factores del *brand equity*:

**a) Identificación y conocimiento de marca:** capacidad que tiene una marca de ser conocida e identificada por los consumidores y clientes potenciales, y correctamente asociada con sus productos/servicios.

**b) Asociaciones con la marca:** imágenes, símbolos, íconos, colores, sabores, etc., que los consumidores perciben asociados con una marca o con un beneficio.

**c) El color de una marca:** el color construye valor, imagen, *branding* y crea la diferenciación. Puede hacer subir o bajar las ventas si no es adecuado al estar asociado a un producto/servicio.

d) **La promesa de la marca:** percepción de los consumidores sobre la calidad global de la marca y los productos y servicios que la empresa ofrece a sus clientes.

e) **Branding:** construcción estratégica de una marca, es la diferencia principal entre ser conocido y pasar inadvertido.

f) **Redes sociales y social media:** estrategias competitivas que hay que tener en cuenta en la era digital y para hacer frente en las redes sociales. Construir imagen de marca «digital» en el mundo *online*; donde un error de un *community manager* puede poner en riesgo la reputación y la imagen de marca de una compañía. Hay que identificar de forma correcta nuestros predictores, quiénes son los líderes de opinión de cada sector, quiénes son los profesionales relevantes, los *influencers*, etc.

g) **Posicionamiento:** lugar que ocupa una marca en la mente de las personas y consumidores. La marca le brinda a la empresa el posicionamiento y diferenciarse de los competidores en la mente de potenciales clientes.

2) El **brand value**, por otro lado, es el valor financiero de la marca. Para determinar el valor de la marca, las empresas necesitan estimar cuánto vale la marca en el mercado. En otras palabras, ¿cuánto pagaría alguien que quisiera comprar la marca?

3) Los **sistemas de valoración de marcas** más extendidos son:

a) **Interbrand** – ranking Best Global Brands, certificada por la ISO 10.668: <http://interbrand.com/best-brands/>.

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

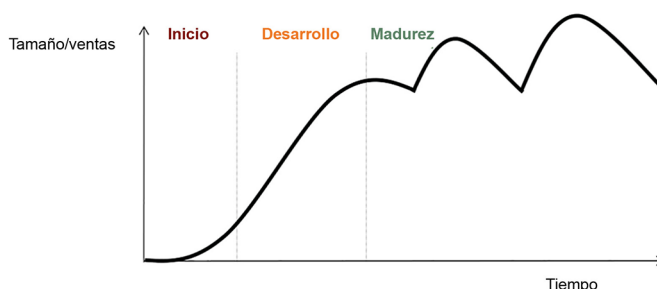
c) **Valoración por el potencial de beneficios futuros**, es decir, proyección de los *cash flow* futuros que aporta la marca a la empresa con relación a otra que no tiene marca: <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/intangibles.pdf>.

Como conclusión, podemos afirmar que saber valorar la marca de una empresa en un proceso de M&A va a mejorar con toda seguridad el valor justo de mercado o *fair market value* de la transacción.

### 3. Figuras de apalancamiento de un proceso de fusión/adquisición M&A

Denominamos **financiación y/o apalancamiento** a las transacciones que **utilizan la deuda para financiar la adquisición**. A continuación, vamos a ver las principales estructuras que se usan en el mercado para las operaciones M&A.

Figura 8. Desglose de las diferentes etapas de financiación en la empresa



	Inicio	Desarrollo	Madurez
Necesidades de financiación	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Capital «semilla»</li> <li>• Inversiones de puesta en marcha</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Capital desarrollo</li> <li>• Inversiones para el crecimiento</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Financiación estructurada</li> <li>• Diversificación, reforzamiento del posicionamiento, adquisiciones, innovación...</li> </ul>
Fuentes de financiación	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Propia/privada</li> <li>• Subvenciones</li> <li>• <i>Business angels</i>, capital riesgo</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <i>Private equity</i></li> <li>• Autofinanciación</li> <li>• Subvenciones</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <i>Private equity</i></li> <li>• Instituciones financieras y mercado de capitales</li> <li>• Autofinanciación</li> </ul>

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

El **management buy in (MBI)** es la operación de adquisición o toma de control (*take over*) que realiza un equipo directivo externo a la empresa objetivo. Esta figura de apalancamiento se utiliza en **sectores de empresas objetivo con elevadas previsiones de crecimiento** y en las que el actual equipo directivo no se encuentra interesado o capacitado para afrontar el nuevo plan estratégico de crecimiento.

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

El **management buy out (MBO)** es la operación de adquisición o toma de control más usual en el mercado de las operaciones de M&A. Esta figura de apalancamiento se utiliza para que **el actual equipo directivo tome el control (*take over*)** o la mayoría de las acciones con voto de la empresa que ya está gestionando.

En este sentido, **tres partes** adquieren una especial relevancia en el desarrollo de un MBO:

- El equipo directivo, dispuesto invertir en la propia compañía.
- El accionista que vende su participación y sale de la empresa.
- La empresa de capital riesgo (*private equity*) que apoya la operación como socio financiero, participando en el capital de la sociedad como socio minoritario, entre un 20 y un 40 %.

Las operaciones de MBO se suelen realizar sobre **empresas con buena salud financiera, en sectores maduros y que generan caja**, por lo que, habitualmente, son operaciones de compra que el capital riesgo *private equity* puede apalancar con deuda bancaria.

Este tipo de operaciones **suelen tener lugar en empresas familiares**, en las que los propietarios **no tienen una sucesión clara dentro de la misma familia** y cuyos directivos se muestran como una buena opción para tomar el relevo en la propiedad junto a un fondo de capital riesgo. También suelen ser habituales **en spin off o en unidades de negocio que han dejado de ser estratégicas para una multinacional**. En este caso, el equipo directivo de la unidad puesta a la venta puede buscar el apoyo de algún fondo de capital riesgo para lanzar un MBO y comprar la compañía.

Tanto en las operaciones de MBI (*management buy in*), donde el equipo de dirección proviene de fuera de la compañía, como de MBO (*management buy out*), se utilizan los activos de la empresa y las acciones que componen el capital como garantías de la operación de financiación de la compra y/o adquisición.

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

El *secondary buyout* (SBO) es una variante de la operación MBO, donde un *private equity* (fondos de inversión de capital riesgo que invierten en otras empresas privadas con un alto potencial de crecimiento, a cambio de controlar un porcentaje de la empresa o de sus acciones) **actual en el capital de la compañía vende su participación a un nuevo private equity** que entra comprando la participación del primero.

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

El *leveraged buy out* (LBO) es otra figura de apalancamiento financiero para la adquisición o toma de control (*take over*) de la empresa. Dicho esto, la gran diferencia con respecto a la operación MBO es que en LBO el equipo de dirección utiliza la capacidad de endeudamiento de la propia empresa que está gestionando.

En la operación de LBO, al igual que en el MBO, tanto el equipo de dirección como el *private equity* que acompaña en la operación financiera serán **socios en el capital de la empresa**, pero con una estructura de endeudamiento bancario mayor, es decir, la aportación que realizan en el capital de la empresa es mucho menor que en la operación de MBO.

Como resumen, la operación LBO exige las **siguientes restricciones** para financiar la operación:

- Elevada capacidad de endeudamiento por parte de la empresa.
- Fondos propios equivalente a 1/3 del total pasivo.
- Presentar elevadas tasas de rentabilidad económica (ROA) y de rentabilidad financiera (ROE).
- Elevada generación de *cash flow*, que permita repagar la amortización del principal y de los intereses de la deuda contraída por la empresa.

### **3.5. Buy in management buyout (BIMBO)**

Se trata de una **operación híbrida**, que combina un MBO y un MBI. Primero se realiza la operación MBO con el actual equipo de dirección y posteriormente se vende la participación a otro equipo de dirección que entra nuevo en la empresa.

Ambos equipos comparten la finalidad de la adquisición que supone la **toma del control mayoritario de la compañía**. En este sentido, el éxito de esta modalidad radicará en la capacidad de adaptación e integración que tenga el equipo gestor resultante.

Esta operación se realiza de la mano de una empresa de capital riesgo (un *private equity* y/o *venture capital*, ambas fondos de inversión de capital riesgo) para realizar una transferencia ordenada del *know how* del negocio del equipo de dirección actual al nuevo equipo de dirección que entra y que no conoce las particularidades de la nueva empresa que va a gestionar.

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

Se trata de una operación contraria a la del MBO, es decir, una transacción realizada por una entidad *institutional buy out* (IBO). Se materializa cuando la empresa de *private equity* y/o de *venture capital* **toma el control directo de la gestión de la empresa en lugar del equipo de dirección**.

Dicho esto, tanto el *private equity* como el *venture capital* toman el control de la mayoría de las acciones y asignan un pequeño porcentaje de acciones al equipo de dirección para premiar e incentivar su compromiso y vinculación en el éxito de la gestión de la empresa.



El *private equity* y/o el *venture capital* pueden mantener al actual equipo de dirección o traer uno nuevo.

## 4. Etapas de un proceso de fusiones/adquisiciones

Podemos afirmar que la mayoría de los componentes del *top management* de las empresas, más pronto que tarde, se enfrentarán a una **operación de corporate finance**, es decir, a una operación estratégica de relevante importancia.

Las operaciones de fusiones y adquisiciones M&A, las escisiones, las operaciones de *joint ventures* (JV), las reestructuraciones, etc., cada vez se encuentran más presentes en esta economía globalizada. En otras palabras, este tipo de operaciones están tomando el rol de reasignación de recursos en los planes estratégicos de las empresas.

Figura 9. Desglose de las diferentes etapas de una operación de M&A

Etapa	Descripción	Conceptos clave
Fase I. Preparación	Identificación de oportunidades / debilidades / potenciales targets	<i>Targets/benchmark</i>
	Contacto preliminar e identificación de potencial interés en un proceso de M & A	<i>Teasers / blind profiles / NBO</i>
	Firma de acuerdos preliminares	<i>Term sheets / NDA's</i>
	Preparación (procesos de venta) o recepción (procesos de compra) de información necesaria de la compañía <i>target</i>	<i>Information memorandum</i>
Fase II. Evaluación, negociación y cierre	<i>Due diligence</i> (operativa/ financiera/fiscal/laboral/legal) y análisis económico financiero de la operación	Modelo financiero / <i>Due diligence</i>
	Aprobaciones internas / negociación / acuerdo	CoDir / COMOP / Consejo de administración / <i>Binding offer</i>
	Cierre de la operación	Acuerdo socios (SHA) / Acuerdo compraventa (SPA)
Fase III. Integración	Definición de la nueva estrategia e implicación de equipos	Gestión del cambio
	Acompañamiento de la integración / escisión del negocio	Integración en la organización

### 4.1. Cómo conseguir que las operaciones de M&A no fracasen

Para conseguir que una operación de fusión y/o adquisición M&A tenga éxito, la empresa absorbente debe actuar de manera metódica, sin prisa pero sin pausa, buscando el cierre final de la operación. Dicho esto, vamos a desglosar las fases que se han de seguir, según detalle:

Figura 10. Motivo del fracaso y del éxito en las operaciones M&amp;A

Principales motivos de fracaso	Claves de éxito
Pagar un precio excesivo	Profundidad en el análisis estratégico <i>pre-deal</i>
Sobreestimación del futuro comportamiento del mercado	Correcta búsqueda de oportunidades
Alto grado de optimismo sobre el negocio	Preparación para la negociación
Aspectos no identificados en <i>Due diligence</i>	Rango de valoración y precio establecidos
Sobreestimación de sinergias o no identificación de entropías	Estructura de la operación determinada
Rechazo de la cultura entre las compañías involucradas	Avance y cierre de fases en el proceso de documentación y negociación
No disposición de un planificado y claro plan <i>post-deal</i>	Cierre de la operación
Mala implementación del plan de integración y/o resistencia al cambio	Mitigación de riesgos
<b>Éxito de la operación</b>	
Una correcta valoración del negocio que se va a adquirir y de los riesgos aumentará considerablemente las posibilidades de éxito de la operación	

#### 4.1.1. Estudios previos para determinar la generación de valor

La empresa absorbente debe focalizarse en:

1) Ver si la operación corporativa que busca aporta y refuerza su actividad *core business*:

- Incremento de la base de clientes, efecto diversificación.
- Incremento del *market share* o cuota de mercado, tanto nacional como internacional.
- Mejora y complemento del portfolio de servicios y/o productos.

2) Aprovechar las nuevas economías de escala:

- Reducción de costes.
- Mejora del margen de contribución.
- Mejor ecuación calidad/precio de los productos y/o servicios ofertados al mercado.

3) Aprovechar y cuantificar las nuevas sinergias tecnológicas y de productividad:

- Transferir el *know how* tecnológico a la NEWCO.
- Implantar los nuevos procesos organizativos.
- Traducir todas estas ventajas competitivas en una nueva creación de valor económico añadido y/o *economic value added* (EVA).

- Mayor capacidad de negociación operativa y financiera.

#### 4.1.2. Valorar y analizar en *short list* las empresas candidatas elegidas

¿Qué entendemos por *short list*? Es la lista final de empresas objetivos de una operación de M&A que han pasado unos criterios previos de selección de manera satisfactoria por parte de la empresa absorbente.

Hay que determinar y cuantificar el valor de la operación M&A y el precio que pagar por ella:

- Objetivo inmediato: maximizar el valor de la NEWCO.
- Ajustar los criterios a utilizar del valor razonable o *fair market value*, es decir, el precio que pagar por la empresa a ser absorbida en el proceso de negociación.
- Analizar y estimar el impacto de las diferentes sinergias:
  - operativas
  - financieras
  - fiscales
  - organización
  - reestructuración
  - ingeniería financiera
- Ver y analizar en diferentes escenarios la reacción que tendrá la competencia ante la operación de M&A.

#### 4.1.3. Aproximación a las empresas con mayor potencial

1) Aproximación, apertura de negociación y cierre de la operación con las empresas candidatas a ser absorbidas y/o fusionadas:

- Establecer un rango de valoración.
- Presentar una oferta no vinculante (*non binding offer*).
- Establecer un proceso de *due diligence* y *data room*. ¿Qué se entiende por *data room*?
  - En un proceso M&A, es lógico que los compradores interesados pidan un gran número de informaciones sobre la compañía para poder tomar una decisión sabiendo todo lo que hay y lo que se pueden encontrar. Para facilitar este proceso de información y respetar algunas normas básicas de confidencialidad, se inventó el concepto de *data room*.
  - Se trata de una habitación cuyo acceso es controlado y que contiene un gran número de datos sobre la empresa. Los posibles compradores pueden acceder en un horario estricto y durante un periodo definido (normalmente semanas) a ella. Tienen prohibido sacar los documentos o hacer fotocopias o fotografías de estos, pero pueden apuntar todo lo que quieren.

- Una vez cerrado el plazo, cada comprador potencial puede formalizar una oferta. Cabe destacar que el proceso de una *data room* se abre solamente a compradores ya preseleccionados para evitar que la información sensible de la empresa pueda ser demasiado expuesta.
- En caso de informe positivo de la *due diligence*, presentar oferta vinculante.
- Establecer el precio y forma de pago con el establecimiento de las garantías y cuentas *escrow* (se trata de una cuenta de *cash* bloqueada en bancos) para futuras contingencias latentes:
  - fiscales
  - laborales
  - cartera de clientes
  - pérdida de la cartera de pedidos (*backlog*)

2) Retener y fidelizar al *staff* de personal clave para gestionar con éxito la NEWCO.

#### **4.1.4. Gestión de la integración posfusión**

Hay que definir el nuevo modelo de negocio de la NEWCO: plan de acción y actuación, y nuevo plan estratégico.

Se deberán despejar las incertidumbres y resolver los posibles conflictos de la NEWCO:

- Establecer el nuevo *top management* o equipo de dirección, evitando diferentes grupos aislados de poder.
- Mitigar y suavizar el estrés que produce todo nuevo proceso, en especial para la empresa absorbida.
- Informar de manera rápida y transparente a todos los *stakeholders* (accionistas, clientes, proveedores y reguladores) de todo el proceso de fusión y/o adquisición.
- Establecer un eficiente sistema de información interno para implicar a toda la organización.

## 5. Proceso de *due diligence*

El proceso de revisión de la empresa objetivo de ser absorbida y/o adquirida se denomina *due diligence* (DD) y se suele realizar una vez presentada la oferta no vinculante (*non binding offer*).

El alcance del proceso de *due diligence* vendrá determinado por la empresa absorbente y/o compradora. A continuación vamos a detallar una relación informativa y no limitativa de los posibles temas que deben ser analizados en el *data room*.

### 5.1. Listado de documentación e información que solicitar

#### 1 ESTRUCTURA Y ORGANIZACIÓN DE LA SOCIEDAD

##### 1.1 Información general y estatutos:

- 1.1.1 Organigrama actual del grupo al que pertenece la sociedad, con indicación de sus respectivas participaciones.
- 1.1.2 Escrituras de constitución y de las sucesivas modificaciones de los estatutos sociales de la sociedad, incluyendo, en su caso, las escrituras de adaptación estatutaria, transformación, fusión, escisión, y cesión global de activos y pasivos en las que haya intervenido la sociedad.
- 1.1.3 Certificación literal emitida por el Registro Mercantil del domicilio social comprensiva de todas las inscripciones de la hoja registral abierta a la sociedad.
- 1.1.4 Escrituras de elevación a público de acuerdos sociales que no hayan sido objeto de inscripción en el Registro Mercantil.
- 1.1.5 Pactos extraestatutarios en vigor que vinculan a los socios o a los accionistas.
- 1.1.6 Listado de sucursales, oficinas o cualquier otro establecimiento de la sociedad en España o en el extranjero.

##### 1.2 Libros y documentación societaria de la sociedad:

- 1.2.1 Libro de actas de la junta general de accionistas o de socios o de consignación de decisiones del socio único (para sociedades mercantiles unipersonales), debidamente legalizado por el Registro Mercantil, en el que aparezcan transcritas las actas correspondientes a los cinco (5) últimos años.
- 1.2.2 Libro de actas del órgano de administración, debidamente legalizado por el Registro Mercantil, en el que aparezcan transcritas las actas correspondientes a los cinco (5) últimos años.
- 1.2.3 Informes emitidos durante los últimos cinco (5) años por el órgano de administración de la sociedad en relación con los acuerdos de aumento y reducción de capital, fusión, transformación, escisión y cesión global de activos y pasivos adoptados por la correspondiente junta general de accionistas o de socios.
- 1.2.4 Libro registro de acciones nominativas, debidamente legalizado por el Registro Mercantil y actualizado.

- 1.2.5 Libro registro de contratos con el socio único debidamente legalizado por el Registro Mercantil y actualizado (para sociedades mercantiles unipersonales).
- 1.2.6 Actas de la junta general de accionistas o de socios, o de consignación de decisiones del socio único, y del órgano de administración de la sociedad, que se hallen pendientes de transcripción en el libro correspondiente.
- 1.2.7 Documentación completa (escrituras, balances, etc.) relativa a los procesos de reestructuración del grupo empresarial al que pertenezca la sociedad que se hayan llevado a cabo durante los ejercicios sociales abiertos a inspección.

### 1.3 Cuentas anuales:

- 1.3.1 Documentación relativa a las cuentas anuales correspondientes a los cinco (5) últimos ejercicios sociales cerrados de la sociedad, y, en su caso, del grupo consolidado al que pertenece, incluyendo:
  - (i) balance, cuenta de pérdidas y ganancias, memoria, informe de gestión, informe de acciones propias (para S. A.) informe medioambiental, y, en caso de estar obligada a su preparación, informe de gestión, debidamente firmados por los administradores de la sociedad;
  - (ii) informe de auditores, en caso de estar obligada la sociedad a la verificación de sus cuentas anuales;
  - (iii) resguardos acreditativos de la presentación en el Registro Mercantil que corresponda; y
  - (iv) documento acreditativo del depósito en el Registro Mercantil.
- 1.3.2 Documentación relativa a los expedientes sancionadores abiertos a la sociedad por el ICAC por incumplimiento de la obligación de depósito de las cuentas anuales, durante los cinco (5) últimos ejercicios sociales.
- 1.3.3 Escritura (o certificación con firmas legitimadas) relativa al nombramiento de los auditores de cuentas de la sociedad, debidamente inscrita en el Registro Mercantil.

### 1.4 Órgano de administración y poderes:

- 1.4.1 Escrituras (o certificaciones con firmas legitimadas) relativas al nombramiento de los actuales miembros del órgano de administración y, en caso de consejo de administración, del discernimiento de cargos.
- 1.4.2 Breve nota explicativa de la vinculación de los actuales administradores con los socios de la sociedad.
- 1.4.3 Documentación relativa a la retribución, por todos los conceptos, de los administradores durante los últimos cinco (5) ejercicios sociales, así como a las obligaciones en materia de pensiones, seguros de vida y otros beneficios o derechos, asumidas en la actualidad por la sociedad respecto de estos.
- 1.4.4 Documentación relativa a los planes de opciones sobre las acciones de la sociedad o de otras sociedades de su grupo (incluyendo phantom shares), otorgados o en fase de estudio a favor los administradores.
- 1.4.5 Comunicaciones realizadas por cualesquiera de los administradores de la sociedad de cualquier situación de conflicto, directo o indirecto, con el interés de la sociedad, en sede del artículo 127 ter de la Ley de sociedades anónimas.
- 1.4.6 Escrituras de poderes que no hayan sido objeto de inscripción en el Registro Mercantil o de aquellas que hayan sido objeto de inscripción parcial (v. g.: limitaciones internas no inscritas).

### 1.5 Titularidad y cargas sobre el capital de la sociedad y de sus sociedades participadas:

- 1.5.1 Listado de accionistas de la sociedad (indicando nombre, domicilio, número de identificación fiscal y detalle de las acciones propiedad de cada socio).
- 1.5.2 Documentación acreditativa de la cadena de transmisiones de las acciones de la sociedad desde su emisión o creación hasta la adquisición por parte de los socios actuales, incluyendo, en su caso, las escrituras de aumento y desembolso del capital social de la sociedad.
- 1.5.3 Títulos o resguardos provisionales representativos de las acciones, si se hubiesen emitido (para S.A.).
- 1.5.4 Certificado acreditativo de los socios de la sociedad emitido por la entidad encargada de la llevanza del registro contable de las anotaciones en cuenta (para S.A. con acciones representadas por anotaciones en cuenta).
- 1.5.5 Documentación relativa a la constitución de cargas y de derechos a favor de terceros sobre las acciones de la sociedad (incluyendo, sin carácter limitativo, la referente a la constitución de prendas, garantías, opciones, contratos de fiducia y derechos de usufructo).
- 1.5.6 Escrituras o pólizas que acrediten la titularidad de la sociedad sobre las acciones o participaciones sociales de sus sociedades participadas (incluyendo participaciones que superen el 3 % del capital social).

#### **1.6 Inversión extranjera:**

- 1.6.1 Documentación acreditativa de las preceptivas autorizaciones, verificaciones y declaraciones de inversión ante la Dirección General de Comercio e Inversiones que fueran preceptivas en relación con las inversiones de la sociedad en sociedades extranjeras en el momento de la ejecución de la inversión.

## **2. RELACIONES CONTRACTUALES CON ENTIDADES VINCULADAS**

- 2.1 Contratos suscritos por la sociedad o por cualquiera de sus sociedades participadas (incluyendo participaciones que superen el 3 % del capital social) con los accionistas y personas vinculadas a estos (en los términos del artículo 127 ter de la Ley de sociedades anónimas), incluyendo, de manera no limitativa, contratos de servicios, asesoramiento, arrendamiento y préstamo.
- 2.2 Contratos suscritos por la sociedad o por cualquiera de sus sociedades participadas (incluyendo participaciones que superen el 3 % del capital social) con cualesquiera de los administradores y personas vinculadas a estos (en los términos del artículo 127 ter de la Ley de sociedades anónimas).
- 2.3 Contratos suscritos por la sociedad o por cualquiera de sus sociedades participadas (incluyendo participaciones que superen el 3 % del capital social) con cualesquiera de los apoderados y personas vinculadas a estos (en los términos del artículo 127 ter de la Ley de sociedades anónimas).

## **3. ACUERDOS DE ESENCIAL IMPORTANCIA**

(Nota: El alcance de esta sección dependerá de la naturaleza del negocio de la sociedad.)

- 3.1 Formularios modelo utilizados por la sociedad (condiciones generales de contratación, contratos tipo, facturas, órdenes de compra y/o formularios de pedido).
- 3.2 **Contratos de prestación de servicios a clientes:**
  - 3.2.1 Contratos suscritos con los principales clientes, tanto privados como públicos.
  - 3.2.2 En relación con los contratos indicados en el apartado 3.2.1 suscritos con las administraciones públicas o aquellos que hayan sido adjudicados por entidades privadas a la sociedad mediante el procedimiento de publicidad y concurrencia, documentación relativa a su adjudicación (oferta y pliego de condiciones).



- 3.3 Contratos suscritos con distribuidores, comisionistas mercantiles, agentes u cualquier otra persona física o jurídica encargada de la comercialización de los bienes y/o servicios de la sociedad (en el caso de acuerdos verbales, breve nota descriptiva de las condiciones contractuales en vigor).
- 3.4 Acuerdos de cooperación, asociación, joint-venture o de confidencialidad suscritos por la sociedad con otras personas físicas o jurídicas (en el caso de acuerdos verbales, breve nota descriptiva de las condiciones contractuales en vigor).
- 3.5 Contratos no financieros de cualquier clase en los que la sociedad sea parte, no incluidos en los apartados anteriores, que contengan una «cláusula de cambio de control» en virtud de la que, en el supuesto de un cambio de accionariado (directo o indirecto) en la sociedad, se establezca:
  - (i) la obligación de que la otra parte contratante sea notificada;
  - (ii) la obligación de que la otra parte dé el consentimiento a la transmisión;
  - (iii) la resolución automática del contrato; o
  - (iv) la liberación a la otra parte del cumplimiento de cualquiera de sus obligaciones.
- 3.6 Contratos relativos a las aplicaciones informáticas (es decir, contratos de compra-venta de software y hardware, outsourcing informático, licencias de uso, mantenimiento informático, leasing informático, escrow, llave en mano, etc.).
- 3.7 Cualquier otro acuerdo de relevancia para el negocio de la sociedad de carácter no financiero no incluido en los apartados anteriores.

#### 4. ASPECTOS FINANCIEROS

- 4.1 Contratos de préstamo, créditos, líneas de descuento, contragarantía y/o cualquier instrumento de financiación suscrito por la sociedad.
- 4.2 Garantías (reales o personales) y/o cualquier otro instrumento de afianzamiento, incluidas comfort letters y documentos similares, otorgadas por la sociedad a favor de terceros.
- 4.3 Garantías (reales o personales) y/o cualquier instrumento de afianzamiento, incluidas comfort letters y documentos similares, otorgadas por terceros a favor de la sociedad.
- 4.4 Contratos de factoring y confirming.
- 4.5 Contratos financieros de cualquier clase en los que la sociedad sea parte, no incluidos en los apartados anteriores, que contengan una «cláusula de cambio de control» en virtud de la que, en el supuesto de un cambio de accionariado (directo o indirecto) en la sociedad, se establezca:
  - (i) la obligación de que la otra parte contratante sea informada;
  - (ii) la obligación de que la otra parte dé el consentimiento a la transmisión;
  - (iii) la resolución automática del contrato; o
  - (iv) la liberación a la otra parte del cumplimiento de cualquiera de sus obligaciones.
- 4.6 Contratos que contengan algún tipo de condicionamiento relativo al endeudamiento de la sociedad o que obligue al mantenimiento de una ratio financiera determinada; certificados o documentos acreditativos, en su caso, del cumplimiento de los referidos compromisos.
- 4.7 Cualquier otro acuerdo de relevancia para el negocio de la sociedad de carácter financiero no incluido en los apartados anteriores.

## 5. PROPIEDAD INDUSTRIAL E INTELECTUAL. NOMBRES DE DOMINIO

(Nota: A los efectos de este apartado, se entiende por propiedad industrial e intelectual cualquier patente, marca, nombre comercial, rótulo, logotipo, copyright, modelo de utilidad, secreto industrial, dibujo industrial y, en general, cualquier creación o signo distintivo relacionado con la sociedad.)

- 5.1 Listado de los derechos de propiedad industrial e intelectual registrados o depositados notarialmente que sean utilizados por la sociedad, indicando el tipo de derecho (patente, marca, etc.), el país de registro, así como el correspondiente número de registro y/o solicitud:
  - Como propietario.
  - Como licenciataria.
- 5.2 Listado de los derechos de propiedad industrial e intelectual utilizados por la sociedad que no consten registrados a nombre de la sociedad, ni de un tercero, indicando tipo de derecho (patente, marca, etc.) y país de registro.
- 5.3 Listado de dominios propiedad de la sociedad.
- 5.4 Contratos de licencia de derechos de propiedad industrial e intelectual de los que sea parte la sociedad (incluyendo los que se hallen en trámite de registro y los registrados):
  - Como licenciante.
  - Como licenciataria.
- 5.5 Contratos de compraventa de derechos de propiedad industrial e intelectual de los que sea parte la sociedad (incluyendo los que se hallen en trámite de registro y los registrados) suscritos durante los últimos cinco (5) años:
  - Como transmitente.
  - Como adquirente.
- 5.6 Documentación relativa a la inscripción de los contratos de licencia y de compraventa indicados en los apartados 5.3 y 5.4 ante los organismos competentes (Oficina Española de Patentes y Marcas, Oficina de Armonización del Mercado Interior, Organización Mundial de la Propiedad Intelectual, Oficina Europea de patentes y/o Oficina nacional de otros países).
- 5.7 Contratos de transferencia de tecnología (know-how) en los que la sociedad haya actuado como transmitente o adquirente.
- 5.8 Acuerdos suscritos por la sociedad y un tercero relativos a la coexistencia de derechos de propiedad industrial o intelectual parecidos y/o similares en un determinado territorio o para determinados productos.
- 5.9 Documentación relativa a las reclamaciones judiciales o extrajudiciales de las que sea parte la sociedad en relación con derechos de propiedad industrial e intelectual, y de nombres de dominio; descripción de cualquier conflicto con terceros que pudiera razonablemente desembocar en un procedimiento judicial.
- 5.10 Descripción de la política de la sociedad para la protección de sus derechos de propiedad industrial e intelectual. En concreto, indicar aquellos territorios en los que la sociedad desarrolla una actividad empresarial así como aquellos territorios estratégicos del sector en el que la sociedad se encuadra, a fin de verificar si ellos existe una protección registral adecuada.

## 6. PROCEDIMIENTOS JUDICIALES CIVILES Y PENALES. ARBITRAJES

### 6.1 Procedimientos judiciales de naturaleza civil (en tramitación o de inminente iniciación):

- 6.1.1 Requerimientos extrajudiciales recibidos y/o remitidos por la sociedad sin que se haya alcanzado un acuerdo escrito definitivo sobre tales reclamaciones.

- 6.1.2 Cartas de resolución de contratos de todo tipo remitidas y/o recibidas por la sociedad sin que se haya alcanzado un acuerdo escrito definitivo sobre las consecuencias de la resolución.
- 6.1.3 Expediente completo de los procedimientos civiles en tramitación o de inminente iniciación sin cuantía o cuyo importe de reclamación exceda 1.000 euros.

## **6.2 Procedimientos arbitrales (en tramitación o de inminente iniciación):**

- 6.2.1 Contratos con cláusulas de sumisión a arbitraje que hayan sido incumplidos por la sociedad o por cualquier tercero con la que esta suscribió los respectivos contratos.
- 6.2.2 Expediente completo de los procedimientos arbitrales en tramitación o de inminente iniciación de los que sea parte demandante o demanda la sociedad, incluyendo las actas de inicio (calendario del arbitraje) y, en su caso, la documentación relativa a los procedimientos judiciales en curso para la formalización del arbitraje.
- 6.3 Opinión escrita de los abogados de la sociedad sobre los procedimientos indicados en los apartados 6.1 a 6.2.
- 6.4 Sentencias, acuerdos extrajudiciales y cualquier tipo de resolución judicial de carácter civil, penal o arbitral que haya recaído sobre la sociedad en los últimos tres (3) años.

## **7. ASPECTOS INMOBILIARIOS**

### **7.1 Arrendamientos de plantas industriales, locales, viviendas y oficinas:**

- 7.1.1 Contratos de arrendamiento de inmuebles suscritos por la sociedad, ya sea como arrendadora o arrendataria.
- 7.1.2 Recibo acreditativo del pago de la última mensualidad vencida de los contratos referidos en el apartado 7.1.1.

## **8. ASPECTOS LABORALES Y DE SEGURIDAD SOCIAL**

### **8.1 Información general:**

- 8.1.1 Listado actualizado de los empleados de la sociedad con indicación de su antigüedad, edad, tipo de contrato, categoría profesional, epígrafe de accidentes de trabajo y remuneración anual correspondiente con desglose de conceptos.
- 8.1.2 Convenio colectivo aplicable el centro de trabajo y, en su caso, la última revisión salarial.
- 8.1.3 Libro de visitas de cada uno de los centros de trabajo de la sociedad.
- 8.1.4 Contrato de asociación con la mutua de accidentes de trabajo.
- 8.1.5 Calendario laboral y horario de trabajo en la sociedad.
- 8.1.6 Información relativa a los despidos llevados a cabo por la sociedad en el último año.

### **8.2 Contratación laboral:**

- 8.2.1 Contratos de trabajo temporales en vigor.
- 8.2.2 Contratos indefinidos bonificados iniciales y contratos indefinidos bonificados por conversión de un contrato temporal anterior (en este último caso, los contratos temporales de los que provienen) celebrados durante los últimos cuatro (4) años.
- 8.2.3 Acuerdos que contengan cláusulas especiales (incluyendo, sin limitación, pactos de no competencia, de confidencialidad, de exclusividad, cláusulas de blindaje supeditadas a la extinción del contrato, etc.).

- 8.2.4 Autorizaciones de trabajo y residencia de los empleados extracomunitarios que presten servicios en la Sociedad.
  - 8.2.5 Contratos celebrados con representantes de comercio.
  - 8.2.6 Contratos de alta dirección e información acerca del régimen de cotización de los altos directivos en la Seguridad Social, así como de su pertenencia o no al consejo de administración y su porcentaje de participación en el capital social de la sociedad.
- 8.3 Contratación con terceros:**
- 8.3.1 Contratos de puesta a disposición celebrados con empresas de trabajo temporal en los últimos doce (12) meses.
  - 8.3.2 Información sobre el uso de servicios externos y subcontratas (número de horas, tipos de contratos, condiciones de trabajo, etc.).
- 8.4 Cotización:**
- 8.4.1 Certificado emitido por la Tesorería General de la Seguridad Social conforme la sociedad está al corriente de pago en sus cotizaciones a la Seguridad Social.
  - 8.4.2 Boletines de cotización TC1 y TC2 correspondientes al año en curso y, de los tres (3) años anteriores, los correspondientes a los meses de enero, mayo, junio y diciembre. Liquidaciones complementarias en concepto de atrasos, salarios de tramitación y vacaciones.
  - 8.4.3 Justificantes o fórmulas de control de dietas y desplazamientos.
  - 8.4.4 Registro de horas extras realizadas por los empleados de la sociedad en los últimos cuatro (4) años.
- 8.5 Retribución:**
- 8.5.1 Nóminas de los empleados correspondientes al año en curso y, de los tres (3) años anteriores, las correspondientes a los meses de enero, mayo, junio y diciembre. Recibo de las pagas extraordinarias correspondientes a los últimos cuatro (4) años.
  - 8.5.2 Sistema de incentivos utilizado, en su caso, y listado de remuneración adicional concedida en función de resultados o beneficios.
- 8.6 Varios:**
- 8.6.1 Documentación acreditativa del cumplimiento de la reserva del 2 % para empleados discapacitados o, en su caso, de la declaración de excepcionalidad y de la consiguiente aplicación de las medidas alternativas.
- 8.7 Prevención de riesgos laborales:**
- 8.7.1 Documentación relativa a representación de los empleados y delegados de prevención y constitución, en su caso de comité de seguridad y salud, así como la documentación acreditativa de la adecuada formación de sus miembros.
  - 8.7.2 Documentación acreditativa del cumplimiento de las obligaciones de la sociedad en materia de prevención de riesgos laborales (sistema preventivo existente en la sociedad, evaluación de riesgos, planificación de la actividad preventiva, plan anual de actuación preventiva, plan de emergencia, formación a los empleados, vigilancia de la salud, etc.).
- 8.8 Beneficios socioasistenciales:**
- 8.8.1 Seguros colectivos a favor de los empleados concertados con sociedades de seguros.

- 8.8.2 Descripción de las obligaciones de la sociedad en materia de previsión social (entre otras, información relativa a planes de pensiones pactados con los empleados).

#### **8.9 Procedimientos:**

- 8.9.1 Documentación relativa a inspecciones realizadas por la Inspección de Trabajo y Seguridad Social (actas, requerimientos, etc.)
- 8.9.2 Relación de reclamaciones judiciales instadas por los empleados en el último año.
- 8.9.3 Documentos relativos a reclamaciones judiciales y administrativas pendientes.

### **9. PROTECCIÓN DE DATOS PERSONALES / TECNOLOGÍAS DE LA INFORMACIÓN**

#### **9.1 Protección de datos personales:**

- 9.1.1 Inventario de ficheros con datos de carácter personal. Documentación relativa a las inscripciones efectuadas ante el registro general de la Agencia Española de Protección de Datos de carácter personal.
- 9.1.2 Descripción general de los ficheros con datos personales (descripción de la topología de datos personales que contienen, procedimiento para recabar los datos personales, finalidades del fichero, descripción del sistema de tratamiento informático).
- 9.1.3 Documentos/clausulado empleados para cumplir el deber de información y recabar el consentimiento de los afectados.
- 9.1.4 Documentación relativa a ficheros especiales:
- (i) Ficheros que contengan datos «especialmente protegidos» (datos relativos a la ideología, afiliación sindical, religión y creencias, origen racial, salud, vida sexual).
  - (ii) Ficheros especiales de encuestas e investigación.
  - (iii) Ficheros especiales de publicidad.
  - (iv) Ficheros especiales de solvencia patrimonial y crédito.
- 9.1.5 Identificación de las cesiones o comunicación de datos a terceras sociedades (grupo o terceras entidades). Prueba de la obtención del consentimiento y del cumplimiento del deber de información.
- 9.1.6 Identificación de las transferencias internacionales de datos personales (indicación de los ficheros que se remiten al extranjero, finalidad de la transferencia, cautelas legales y país de destino).
- 9.1.7 Documentación relativa a la existencia de «códigos tipo» y de acuerdos sectoriales de la sociedad.
- 9.1.8 Documentación relativa a la política de privacidad de la sociedad en materia de protección de datos personales recogidos a través de internet (privacy statement).
- 9.1.9 Documentación relativa al documento de seguridad y último informe de auditoría bienal.
- 9.1.10 Documento explicativo del procedimiento para ejercer los derechos de acceso, rectificación, cancelación, oposición por parte de los afectados.

### **10. ASPECTOS FISCALES**

#### **10.1 Estados financieros:**

- 10.1.1 Balance de situación y cuenta de pérdidas y ganancias de los ejercicios abiertos a inspección.

- 10.1.2 Balance de sumas y saldos al mayor detalle disponible de los ejercicios abiertos a inspección.

## **10.2 Impuesto sobre sociedades:**

- 10.2.1 Declaraciones del impuesto sobre sociedades de los ejercicios sociales abiertos a inspección (modelos 200 y/o 201).
- 10.2.2 Declaraciones-liquidaciones de pagos a cuenta (modelos 202 o 218 de pagos fraccionados) correspondientes a los ejercicios sociales abiertos a inspección.
- 10.2.3 Propuesta de liquidación del impuesto sobre sociedades de los ejercicios sociales abiertos a inspección.
- 10.2.4 Detalle de los ajustes efectuados a la base imponible y de las deducciones practicadas en el impuesto sobre sociedades de los ejercicios sociales abiertos a inspección.
- 10.2.5 Detalle de los procedimientos de cálculo y liquidación del impuesto sobre sociedades de los ejercicios sociales abiertos a inspección.
- 10.2.6 Cuadro de ajustes temporales (timing) históricos pendientes de recuperación, con indicación del plazo aplicable.
- 10.2.7 Planes o acuerdos suscritos con la Administración pública: propuestas para la valoración previa de operaciones efectuadas entre personas o entidades vinculadas; gastos de actividades de investigación y desarrollo, de apoyo a la gestión y coeficiente de subcapitalización; planes especiales de amortización; planes de reparaciones extraordinarias; y solicitudes de criterios específicos de imputación temporal.

## **10.3 Impuesto de la renta sobre las personas físicas / impuesto sobre la renta de no residentes:**

- 10.3.1 Cartas de pago de las retenciones e ingresos a cuenta practicadas sobre los rendimientos del trabajo (modelos 111) durante los ejercicios sociales abiertos a inspección.
- 10.3.2 Resumen anual de las retenciones e ingresos a cuenta (modelo 190) de los ejercicios sociales abiertos a inspección; disquete o soporte informático del mencionado modelo 190.
- 10.3.3 Cartas de pago de las declaraciones-liquidaciones de las retenciones practicadas sobre los rendimientos del capital mobiliario presentadas durante los ejercicios sociales abiertos a inspección (modelo 123).
- 10.3.4 Declaraciones-liquidaciones resúmenes anuales de las retenciones practicadas sobre los rendimientos de capital mobiliario presentadas durante los ejercicios sociales abiertos a inspección (modelos 193 o 194).
- 10.3.5 Cartas de pago de las declaraciones-liquidaciones de las retenciones practicadas sobre los alquileres presentados durante los ejercicios sociales abiertos a inspección (modelo 115).
- 10.3.6 Declaraciones-liquidaciones resúmenes anuales de las retenciones practicadas sobre los alquileres presentadas durante los ejercicios sociales abiertos a inspección (modelo 180).
- 10.3.7 Nóminas correspondientes a diez (10) empleados de la sociedad, así como comunicación de su situación familiar de los ejercicios sociales abiertos a inspección.
- 10.3.8 Detalle de las retribuciones en especie otorgadas a los empleados de la sociedad, incluyendo el procedimiento de valoración y el cómputo a los efectos del cálculo de las retenciones.
- 10.3.9 Cartas de pago de las declaraciones-liquidaciones de las retenciones practicadas a empleados no residentes en los ejercicios sociales abiertos a inspección (modelos 210, 215 y 216).

- 10.3.10 Resumen anual de las declaraciones-liquidaciones de retenciones practicadas a empleados no residentes en los ejercicios abiertos a inspección (modelo 296).

#### **10.4 Impuesto sobre el valor añadido:**

- 10.4.1 Declaraciones anuales por el impuesto sobre valor añadido correspondiente a los ejercicios sociales abiertos a inspección (modelos 390 y/o 392).
- 10.4.2 Cartas de pago de las correspondientes declaraciones por el impuesto sobre el valor añadido (modelos 320, 330 o 332) de los ejercicios sociales abiertos a inspección.
- 10.4.3 Diez (10) facturas emitidas por la sociedad y diez (10) facturas recibidas por parte de la sociedad.
- 10.4.4 Diez (10) autofacturas emitidas por la sociedad correspondiente a adquisición intracomunitarias de bienes/inversiones del sujeto pasivo.
- 10.4.5 Declaraciones anuales de operaciones con terceros presentadas en los ejercicios sociales abiertos a inspección (modelo 347).

#### **10.5 Impuesto sobre transmisiones patrimoniales y actos jurídicos documentados:**

- 10.5.1 Liquidaciones del impuesto sobre transmisiones patrimoniales y actos jurídicos documentados durante los ejercicios sociales abiertos a inspección.

#### **10.6 Impuesto sobre bienes inmuebles:**

- 10.6.1 Recibos del impuesto sobre bienes inmuebles del ejercicio en curso y justificantes de su pago de los años abiertos a inspección.

#### **10.7 Impuesto sobre actividades económicas:**

- 10.7.1 Declaraciones de alta, baja y modificaciones del impuesto sobre actividades económicas de la sociedad en relación con sus centros de actividad.
- 10.7.2 Recibos del impuesto sobre actividades económicas del ejercicio social en curso y justificantes de pago de los ejercicios abiertos a inspección.
- 10.7.3 Modelo 848 del impuesto sobre actividades económicas de comunicación del importe neto de la cifra de negocios de los ejercicios abiertos a inspección.

#### **10.8 Grupo de sociedades (*para sociedades dominantes de un grupo de consolidación fiscal*):**

- 10.8.1 Comunicación a la Administración pública de la opción por el sometimiento al régimen de consolidación fiscal; modelos 036/037 de acogimiento al régimen de consolidación fiscal.
- 10.8.2 Comunicación a la Administración pública de la composición del grupo fiscal de los ejercicios sociales abiertos a inspección.
- 10.8.3 Declaraciones de los modelos consolidados de los impuestos sobre sociedades de los ejercicios sociales abiertos a inspección (modelo 220).
- 10.8.4 Declaraciones-liquidaciones de pagos a cuenta consolidados (modelos 222) correspondientes al impuesto sobre sociedades de los ejercicios sociales abiertos a inspección.

#### **10.9 Varios:**

- 10.9.1 Listado de todas las deudas fiscales de la sociedad pendientes que sean conocidas por esta.
- 10.9.2 Declaraciones anuales de aportaciones a planes, fondos de pensiones y mutualidades de previsión social (modelo 345) de los ejercicios sociales abiertos a inspección.

- 10.9.3 Notificaciones de comprobación o inspección por parte de la Administración pública; diligencias de comprobación o inspección correspondientes.
- 10.9.4 Últimas actas de inspección recibidas de cada impuesto.
- 10.9.5 Opinión de los asesores fiscales de la sociedad sobre los procedimientos pendientes de resolución firme.
- 10.9.6 Sentencias, acuerdos; órdenes, resoluciones que hayan recaído sobre la sociedad por las comprobaciones (acuerdos de suspensión de las deudas tributarias, etc.).



## Resumen

De la lectura de la nota técnica, hemos podido destacar que las operaciones de M&A constituyen uno de los principales instrumentos utilizados por las empresas para llevar a cabo el cambio estructural que necesitan y para aumentar su tamaño de manera rápida. Las operaciones de M&A permiten a las empresas alcanzar economías de escala, al mismo tiempo que tienen acceso a nuevos canales de ventas, pueden entrar en nuevos mercados y pueden aumentar su poder de mercado.

Otro de los motivos son las sinergias que pueden conseguir, tanto de explotación (eficiencia productiva, de economías de escala y de costes) y por consiguiente de la mejora de los diferentes márgenes y beneficios: EBITDA, EBIT, beneficio neto, como de fortalecer su estructura financiera y conseguir una mayor capacidad de endeudamiento.

Las empresas que realizan operaciones de M&A buscan también integrar verticalmente su cadena de valor, así como mejorar sus programas en I+D+i, con el consiguiente rendimiento tecnológico, y por último un mejor acceso a los mercados financieros (de capitales y deuda).

Debemos ser meticulosos y realistas en el proceso de valoración para obtener un rango de precios que nos permita evitar pagar primas excesivas, para lo que utilizaremos métodos de valoración que nos faciliten operaciones comparables en el mercado, es decir, una valoración por múltiplos que pueda servir al mismo tiempo para validar la valoración por el descuento de flujos de caja (DCF), esto es, combinar la valoración de la realidad actual de la empresa (lo que hoy genera: ventas, márgenes, EBITDA, *cash flow*, cuota de mercado, etc..) con el futuro que proyectamos para ella.

Llegados este punto, la mayoría de las veces nos encontramos en procesos de valoración de operaciones de fusión y/o adquisición M&A de empresas que no son públicas, es decir, que no cotizan en bolsa, por lo que a la hora de calcular la valoración de la participación del *equity* o capital objeto de la transacción deberíamos tener en cuenta lo siguiente:

La valoración económica de una participación mayoritaria o de control en una empresa que no cotiza en bolsa presenta dos alternativas de cálculo:

- Utilizando el método del descuento de los flujos de caja (DCF), al calcular el valor de empresa (EV), si la empresa es pyme, mediana o gran empresa, pero no cotiza en bolsa, es conveniente incluir una prima de penalización

por tamaño y no liquidez de las acciones en el cálculo del WACC para posteriormente calcular el valor del *equity* o capital de la empresa analizada.

- En el caso de utilizar el método de los múltiplos comparables, habría que aplicar dichas primas de penalización a los múltiplos elegidos para recoger la valoración de la empresa en su conjunto, es decir el *enterprise value* (EV), para posteriormente calcular el valor del *equity* o capital de la empresa objeto de análisis

Y para concluir el proceso de valoración de las empresas ya consolidadas en el mercado, con un *track record* o historial de actividad, hemos remarcado la necesidad de valorar el intangible de la marca de la empresa, que repercutirá en una mejora del valor justo de mercado en el proceso de la operación de M&A y, por consiguiente, en el precio.

Siguiendo con los métodos de valoración de empresas, con especial foco en las denominados *start-up*, hemos visto que los métodos de valoración dinámicos del descuento de flujos de caja y de los múltiplos no son de aplicación, ya que no existe un historial de actividad previo. Dicho esto, hemos introducido varios sistemas alternativos de valoración: Berkus, Scorecard y VC (*venture capital*).

A corto plazo, el éxito de una operación de M&A dependerá del grado de realismo del nuevo equipo de dirección y de cómo se integren las empresas y su cultura sin afectar en el trabajo del día a día; hay que evitar el sentimiento de vencedores y vencidos.

Hemos visto y enunciado sin carácter limitativo las diferentes operaciones de M&A apalancadas a través de endeudamiento financiero, donde intervienen los fondos de inversión de capital riesgo, como los *private equity* y *venture capital*, en las estructuras de M&A denominadas MBO, MBI, LBO, BIMBO, SBO e IBO.

Y, para finalizar, hemos realizado una descripción detallada de todo el proceso de una operación de M&A, la definición de las empresas objetivo, el análisis de las ventajas e inconvenientes, el proceso de *due diligence*, el análisis de la información requerida en el *data room*, el proceso de valoración para obtener el valor justo de mercado, la oferta no vinculante, la oferta vinculante, el proceso de negociación y el cierre de la operación.

Figura 11. Conclusiones de una operación de M&amp;A

<b>No debemos olvidar</b>	
<b>Objetivo = Crear valor</b>	
Valor ≠ Precio	Claves del éxito
<b><i>Drivers</i> de una operación M &amp; A</b>	
Sinergias Integración vertical/horizontal <i>Time to market</i>	Valoración DCF Valoración múltiplos



## Glosario

- buy in management buyout (BIMBO)** Financiación operación M&A.
- brand equity** Nivel de aceptación y visibilidad de la marca por el mercado.
- brand value** Evaluación del valor a través de las relaciones con *stakeholders*.
- capital expenditures (Capex)** Inversiones en el ANC.
- CFL** *Cash flow* libre.
- cross border** Operaciones de M&A nacionales frente a internacionales y viceversa.
- DAFO** Análisis de debilidades, amenazas, fortalezas y oportunidades.
- discounted cash flow (DCF)** Descuento de los flujos de caja.
- dilución** Reducción del porcentaje de los accionistas ante la entrada de un nuevo inversor.
- due diligence (DD)** Verificación de la información.
- data room (DR)** Acceso a documentos objeto del DD.
- EBITDA** *Earnings before interest, tax, depreciation and amortization*.
- EBIT** *Earnings before interest and tax*.
- EBT** *Earnings before tax*.
- ESCROW** Cuenta de *cash* bloqueada para frente futuras contingencias.
- enterprise value (EV)** Valoración del total empresa.
- EV/SALES** Valor de la empresa como múltiplo de las ventas.
- EV/EBITDA** Valor de la empresa como múltiplo del EBITDA.
- EV/EBIT** Valor de la empresa como múltiplo del EBIT.
- economic value added (EVA)** Valor económico añadido.
- fair market value** Valor razonable de mercado.
- free cash flow (FCF)** Flujo de caja libre.
- FCF** Flujo de caja financiero.
- FCA** Flujo de caja para los accionistas.
- FCD** Flujo de caja para la deuda.
- FCO** Flujo de caja de las operaciones.
- institutional buyout (IBO)** Financiación operación M&A.
- leverage buyout (LBO)** Financiación operación M&A.
- mercado alternativo bursátil (MAB)** Mercado secundario para empresas.
- merger & acquisition (M&A)** Fusión y adquisición.
- management buy in (MBI)** Financiación operación M&A.
- management buyout (MBO)** Financiación operación M&A.
- NEWCO** Nueva compañía procedente de un proceso de fusión de dos o más empresas.
- NOF** Necesidades operativas de fondos.
- non binding offer** Oferta no vinculante.

**non core** Desinversión de una actividad de la empresa no estratégica.

**OPA** Oferta pública de adquisición.

**pay out** Reparto de dividendos a los accionistas.

**peak funding** Máxima necesidad de financiación por la empresa.

**price to earnings ratio (PER)** Ratio entre el precio y los beneficios.

**private equity** Empresa de capital riesgo, financiación operación M&A.

**rating** Calificación de la solvencia de la empresa.

**secondary buyout (SBO)** Financiación operación M&A.

**start-up early stage** Empresa con poca trayectoria de actividad en el mercado.

**stakeholders** Entorno de la empresa (accionistas, clientes, proveedores y empleados).

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

**take over** Control mayoritario del capital de una empresa.

**teaser ciego** Información de la empresa sin datos que puedan identificarla.

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

**time to market** Velocidad de acceso al mercado.

**VAN** Valor actual neto.

**venture capital** Empresa de capital riesgo, financiación operación M&A.

**weighted average cost of capital (WACC)** Coste promedio del capital.

## Bibliografía

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

**Damodaran, A.** (2019). *Enterprise Value Multiples by Sector (US)*[en línea]. <[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 línea]. <<http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/intangibles.pdf>>.

**Deutsch, C.; West, A.** (2010, junio). *A new generation of M&A: A McKinsey perspective on the opportunities and challenges*[en línea]. 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, 16 de enero). *The renaissance in mergers and acquisitions: The surprising lessons of the 2000s*[en línea]. Bain & Company (blog). <<https://www.bain.com/insights/the-renaissance-in-mergers-and-acquisitions/>>.

**Giddy, I.** (2004). *Sample Due Diligence Checklist*[en línea]. 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 línea]. KPMG. <<https://www.presseportal.ch/fr/download/document/100007098-kpmg.pdf>>.

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

