



MANUBENS & ASOCIADOS ABOGADOS

Av. Diagonal, 682 3ª planta – 08034 Barcelona – Tel. 34 93 206 35 90



“Es muy fácil prever todo lo que hubiera debido hacerse después de que se sabe lo que se ha hecho”



INDICE

1. INTRODUCCIÓN

2. TEMAS IMPORTANTES

3. BÚSQUEDA DE OPORTUNIDADES

4. VALORACIÓN DE EMPRESAS



- El 23,5% de las empresas salen fortalecidas de las épocas de crisis a medio-lago plazo.
- Muchos sectores se reducen por lo que respecta al tamaño global de actividad, pero también disminuye el número de competidores.
- ¿Preferimos una tarta grande con muchos competidores o una tarta más pequeña con menos comensales ?
- En estos momentos es importante gestionar mejor que los competidores, sin dejar de vigilarlos y viendo cómo podemos aplicar ventajas competitivas.



- Muchas compañías están focalizando sus esfuerzos en;
 - Desinversión de unidades de negocio no rentables.
 - Focalizar esfuerzos en los mejores clientes y productos.
 - Reducción de costes de personal.
 - Conseguir liquidez.
- Debemos estar atentos a los movimientos de nuestros competidores y aprovechar las oportunidades derivadas de la gestión de la crisis de las empresas competidoras.
- Mantener flujos de comunicación continua con proveedores, abogados, especialistas y desarrollo de una política activa de búsqueda de oportunidades a través de especialistas.



- Entendemos que las oportunidades que actualmente se nos presentan son operaciones corporativas; fusiones y adquisiciones de empresas.
- Toda decisión empresarial suele ir encaminada a maximizar el beneficio económico. Creación de valor.
- Agentes involucrados en el proceso de creación de valor;
 - Empleados.
 - Clientes.
 - Proveedores.
 - Accionistas.
- Cuantos más agentes salgan beneficiados en el proceso mejor debe ser la operación corporativa.



- Una operación es buena si el valor que generamos fruto de la misma es mayor que el valor que las partes involucradas en la misma pueden generar en cuanto a flujos de caja se refiere de manera individual e independiente.
- Fruto de ello surge la palabra SINERGIA en cuanto a operaciones corporativas se refiere y más concretamente hablamos de SINERGIAS CORPORATIVAS.
- Es muy importante identificar la sinergia positiva de la potencial operación y cuantificarla de cara a evaluar la idoneidad de la misma.



- La PRIMA es el sobreprecio que se suele pagar en una operación corporativa, y es importante de cara a determinar la rentabilidad de la operación.
- Actualmente las primas se han reducido de manera muy importante, desapareciendo incluso en algunos casos:
 - Sociedades con problemas de liquidez.
 - Sociedades en situación concursal/preconcursal.
 - Sociedades con voluntad de venta.
- De hecho hoy en día hemos de hablar en muchos casos de DESCUENTO más que de primas. Y esta es una de las grandes oportunidades que se presentan en el mercado.



- Antes de acometer ningún movimiento corporativo a acercamiento a otra compañía es importante tener en cuenta algunos aspectos:
 - Hacer una buena valoración de la compañía objeto.
 - Analizar bien el incremento de valor económico que nos va a aportar la compañía(buena auditoría del negocio).
 - Cuantificar siempre la palabra sinergia o creación de valor.
 - Tener en cuenta los costes de la operación(fiscales,de personal,de asesores externos en caso de que los haya,etc.)
- En este sentido comentar que muchos analistas financieros creen que el plazo que tardaremos en recuperar la prima pagada es en gran medida lo que nos indica el atractivo de la operación.



- Las distintas fórmulas de adquisición o compra de una sociedad pueden ser las siguientes:
 1. Adquisición total del capital social de una compañía por compraventa (fórmula tradicional que implica el control inmediato y total del comprador desde el momento de la adquisición y la consiguiente desvinculación del vendedor).
 2. Fórmula Mixta de compraventa y ampliación de capital (una parte del dinero desembolsado por el comprador se invierte en la propia compañía). Esta fórmula tiene a su vez dos variantes:
 - 2.1 El vendedor sigue vinculado a la sociedad con un porcentaje minoritario (continuando o no en la gestión de la compañía).
 - 2.2 El vendedor se desvincula totalmente de la sociedad.



- Las distintas fórmulas de adquisición o compra de una sociedad pueden ser las siguientes:
 3. Adquisición inicial de un porcentaje minoritario de acciones y la concesión de “put and call” recíprocos entre las partes sujeto a parámetros temporales y a objetivos económicos.
 4. Canje de valores o acciones. Facilita la creación de empresas más grandes sin la necesidad de un desembolso dinerario.
 5. Autocartera. Límites legales.



- Las distintas fórmulas de adquisición o compra de una sociedad pueden ser las siguientes:
 6. En cuanto a la forma de determinación del precio las alternativas más habituales son:
 - a) Precio fijo en función de un balance cerrado a la fecha de la escritura de compraventa.
 - b) Precio variable fijado en función de resultados futuros de la compañía (Earn-out).
 - c) Fórmula mixta.



- Las distintas fórmulas de adquisición o compra de una sociedad pueden ser las siguientes:
 7. En cuanto a las garantías más habituales para el vendedor en relación con el aseguramiento del pago del precio serían:
 - a) Condición resolutoria a favor del vendedor.
 - b) Hipoteca sobre bienes que no sean de la sociedad objeto de la compra.
 - c) garantía personal de los accionistas de la sociedad compradora.
 - d) Aval bancario.
 - e) Seguro de crédito en garantía del pago del precio.
 - f) ...



- Creemos que esta fórmula refleja claramente lo que hemos de analizar en una operación:

$$\text{VNO} = \text{SINERGIA/VALOR AÑADIDO} - (\text{P} + \text{G})$$

- La búsqueda de oportunidades puede ser;
 - Horizontal
 - Sinergias operativas(aumento de ingresos, menos costes..)
 - Economías de escala.
 - Economías de alcance.
 - Vertical
 - Aproximación al cliente final.
 - Aproximación a la materia prima.
 - Coste de transacción interno.
 - De conglomerado
 - Otros sectores con sinergias en un futuro.
 - Modelos sólidos de negocio con problemas puntuales.



- Hay mucha subjetividad en la valoración de una compañía dependiendo de para quién sea y para qué sea.
- En síntesis se habla de que el valor de una compañía se establece en función de la cantidad de dinero que puede generar en un futuro.
- Para hacer buenos negocios lo importante es comprar cosas que valen más de lo que cuestan y venderlas cuando cuestan más de lo que valen.
- La valoración dependerá en gran medida de la capacidad que el adquirente tenga de aportar valor con su gestión y sinergias incrementando el volumen de negocio o reduciendo los costes.



- Como métodos de valoración más utilizamos tenemos los siguientes:
 - Valor contable de la compañía.
 - Valor de liquidación.
 - Valor del negocio(DCF).
 - Valoración por múltiplos comparables.
- En función de cual sea la finalidad para la que estemos haciendo la valoración y de la situación de la compañía objeto utilizaremos uno u otro.
- El método más utilizado es actualmente es el de descuento de flujos de caja que generará la compañía a futuro, aplicando una tasa de descuento.



- Si la compañía en venta tiene mucho endeudamiento no será necesario acudir a financiación bancaria y los propios bancos acreedores estarán financiando la operación.
- En estos casos una parte del precio se paga ya asumiendo la deuda.
- El remanente del precio puede pagarse una parte en cash y el resto en pago aplazado o incluso en canje de acciones.
- Si la compañía tiene una estructura financiera normal podrá acudirse a la financiación siempre y cuando no exceda 3 veces el EBITDA consolidado(varía en función de los sectores) y la parte restante puede financiarse con cash, precio aplazado o canje de acciones.
- En todos los casos de canje de acciones hay que introducir cláusulas de protección de los accionistas.



- Cláusulas más habituales en las operaciones corporativas si el vendedor continua en el capital social de la compañía:

a) Derecho de venta conjunta:

- Identificación del interlocutor único.
- Compromiso de venta conjunta.
- Fijación de un procedimiento de ejercicio del derecho y los requisitos temporales y de precio mínimo.



- Cláusulas más habituales en las operaciones corporativas si el vendedor continua en el capital social de la compañía:

b) Derecho de acompañamiento o "Tag Along":

- Supuesto de Aplicación: Transmisiones en las que el adquirente alcance más de un determinado % del capital social de una sociedad.
- Efectos: El resto de socios podrán optar por:
 - Ejercicio derecho de adquisición preferente.
 - Exigir que el adquirente compre a todos los socios de forma proporcional a su participación en el capital social.
- Valor según sistema de valoración del Acuerdo.



- Cláusulas más habituales en las operaciones corporativas si el vendedor continua en el capital social de la compañía

c) Derecho de arrastre o "Drag Along":

- Supuesto de Aplicación: Oferta de un potencial comprador para adquirir acciones o participaciones que le permitan alcanzar una participación determinada en el capital social de la Compañía. Definir porcentaje mínimo.
- Requisitos:
 - a) Precio mínimo determinado.
 - b) Aceptación de la oferta por una mayoría reforzada.



- Cláusulas más habituales en las operaciones corporativas si el vendedor continua en el capital social de la compañía

c) Derecho de arrastre o "Drag Along":

- Efectos:
 - El socio que haya recibido la oferta podrá exigir al resto de los socios que ofrezcan al tercero las acciones de su propiedad que fueran necesarias, en las mismas condiciones y en proporción a su participación en el capital social.
 - Obligación de todos los socios de transmitir sus acciones.
 - En cualquier caso, si los restantes socios no quisieren vender, estarán obligados a ejercitar su derecho de adquisición preferente por el precio que ofrezca dicho tercero.



- Cláusulas más habituales en las operaciones corporativas si el vendedor continua en el capital social de la compañía

d) Prestaciones accesorias a cargo de los socios:

Contenido.

Carácter gratuito o retribuido.

- Identificación de las acciones o participaciones sociales que llevan aparejada la obligación de cumplirlas.

Cláusulas penales inherentes a su incumplimiento.

Ejemplos

- No competencia de los socios
- Confidencialidad
- No uso de la marca para usos propios o personales



- Cláusulas más habituales en las operaciones corporativas si el vendedor continua en el capital social de la compañía

d) Pactos de no competencia:

- Durante la coexistencia del vendedor y el comprador.
- Después de la salida definitiva del vendedor.

e) Pacto de confidencialidad y no utilización del "Know How" preexistente.



- Cláusulas más habituales en las operaciones corporativas si el vendedor continua en el capital social de la compañía

f) Pactos de permanencia en la gestión o en la codirección de la compañía:

- Regla habitual: de dos a cinco años desde la adquisición inicial.
- Regla especial: Compromiso del vendedor de continuar en la compañía como mínimo un año después de la salida del comprador de la sociedad (en especial en aquellas operaciones en las que el comprador es una empresa de capital riesgo).



SEGUNDA PARTE



PREVENCIÓN Y GESTIÓN EN TIEMPOS DE CRISIS

- “Toda empresa tiene como objetivo la consecución del máximo beneficio neto aportando el menor capital posible y soportando el mínimo coste medio del pasivo”
- La actual situación económica nos ha ayudado a recalibrar los parámetros de riesgo. Beneficio sí, pero no a costa de un elevado riesgo.
- Búsqueda de la autonomía financiera en un equilibrio entre capitalización de la empresa y endeudamiento externo.
- Muy importante la gestión del float.



- Es fundamental la planificación financiera a largo plazo, y esta debe ir ligada al plan estratégico de la compañía.
- Analizar previsionalmente la liquidez general de la empresa y la inmediata teniendo en cuenta;
 - Los activos líquidos de los que disponga.
 - La liquidez inmediata.
- En definitiva la prevención debe basarse en:
 - Planificación financiera
 - Previsiones de tesorería
 - Posición de liquidez



- Se suele hacer para plazos de entre 3-5 años y se desglosa por años y por semestres.
- Busca determinar las inversiones y las fuentes de financiación a largo plazo.
- Tienen su origen en el plan estratégico de la compañía.
- El objetivo es establecer una buena proporción entre fondos propios y ajenos.
- Sirve muchas veces para analizar inversiones futuras y su repercusión en la cuenta de resultados, etc.



- Normalmente se suele hacer de manera anual, con un desglose por meses.
- Calcula las necesidades de financiación corriente y los eventuales excedentes de tesorería fruto de negocios o actividades muy estacionales.
- Tiene su origen en el presupuesto anual.
- Facilita la negociación bancaria ya que la sensación que transmitimos es la de que tenemos conocimiento en todo momento de la evolución de la liquidez.
- Es bueno hacer estas previsiones con un análisis de sensibilidades para preveer imprevistos.



- La posición de liquidez nos ayudará a saber por cuanto y cómo hemos de negociar con las entidades financieras como punto de partida.
- La liquidez no es un estado continuo, y que tengamos posiciones de liquidez negativas no implica que la empresa pierda dinero (concepto contable).
- Hoy en día como todos sabemos la liquidez es muy valiosa, y empresas que han sido muy conservadoras en su estructura de capital manteniendo posiciones de liquidez amplias ahora tienen mayor capacidad de autofinanciación.



- Régimen general:
 - 1.) Igualdad en las SA y SL.
 - 2.) Responsabilidad solidaria del órgano de administración que realizó el acto o adoptó el acuerdo lesivo (art. 133.3 LSA).
 - 3.) Ámbito objetivo: Daños causados
 - por actos contrarios a la Ley,
 - a los Estatutos, o
 - Incumpliendo los deberes inherentes en el desempeño del cargo.
 - 4.) Ámbito subjetivo. Frente a:
 - la propia sociedad
 - los acreedores sociales
 - los accionistas



5) Excepciones

- Los que prueben que no habían intervenido en la adopción y ejecución del acuerdo desconocían su existencia o conociéndola hicieron todo lo conveniente para evitar el daño o se opusieron expresamente a aquel.
- La ratificación o autorización del acto o acuerdo lesivo por la junta general no exonera de responsabilidad.



- Supuestos especiales:

1) disminución de fondos propios.

Art. 262 LSA: por falta de la convocatoria de la junta para la disolución de la sociedad o para ampliar capital:

Supuesto de hecho: “Perdidas de la Compañía que dejen reducido el patrimonio contable a menos de la mitad del capital social, a menos que este se aumente o reduzca en la cuantía suficiente.”

Plazo: dos meses desde que se tenga conocimiento de la situación de desequilibrio patrimonial



- Supuestos especiales:

- 1) disminución de fondos propios.

Potestad del administrador para solicitar directamente la declaración de concurso si concurre el supuesto de hecho

Si la Junta no fuese convocada o no pudiese lograrse el acuerdo o el acuerdo fuese contrario a la disolución, cualquier interesado podrá solicitar la disolución judicial de la sociedad



- Supuestos especiales:

- 1) disminución de fondos propios.

Responsabilidad: Los administradores responderán solidariamente de las obligaciones sociales posteriores al acaecimiento de la causa legal de disolución si:

- Incumplen la obligación de convocar la junta en el plazo de dos meses; o
- No solicitan la disolución judicial o el concurso en el plazo de dos meses desde la fecha prevista para la celebración de la Junta, cuando esta no se hubiera constituido o desde el día de la Junta cuando el acuerdo hubiera sido contrario a la disolución o al concurso

Presunción en contra de los Administradores: Las obligaciones sociales reclamadas se presumirán de fecha posterior al acaecimiento de la causa legal de disolución de la sociedad, salvo que los Administradores acrediten que son de fecha anterior.



- Supuestos especiales:

2) Administradores de hecho

Responsabilidad de los administradores de hecho de la sociedad (art. 133.2 LSA):

“El que actúe como administrador de hecho de la sociedad responderá personalmente frente a la sociedad, frente a los acreedores del daño que cause por actos contrarios a la ley o a los estatutos o por los realizados incumpliendo los deberes que esta Ley impone a quienes formalmente ostenten con arreglo a ésta la condición de administrador”.



- Supuestos especiales:

3) Supuestos de insolvencia:

Responsabilidad de los administradores en la nueva ley concursal (Ley 22/2003 de 9 Julio)

Desde la declaración del concurso el Juez puede ordenar el embargo de bienes y derechos de los Administradores (que hubieran en dicho momento o dentro de los dos años anteriores) cuando resulte fundada la posibilidad de que el concurso se califique como culpable y que la masa activa sea insuficiente para satisfacer todas las deudas.

Calificación del concurso: fortuito o culpable

Necesidad de calificación del concurso si:

Si hay una quita superior a un tercio del importe de los créditos

Si hay una espera superior a tres años

Si se produce la apertura de la fase de liquidación



- Supuestos especiales:

3) Supuestos de insolvencia:

Responsabilidad de los administradores en la nueva ley concursal (Ley 22/2003 de 9 Julio)

Supuestos necesarios de concurso culpable:

- a) No llevanza de contabilidad, llevar doble contabilidad o haber cometido irregularidades graves para la comprensión de su situación patrimonial o financiera
- b) Inexactitud grave en los documentos presentados para el concurso o presentación de documentos falsos
- c) Apertura de oficio de la liquidación por incumplimiento del convenio por causa imputable a concurso
- d) Alzamiento de bienes
- e) Salida fraudulenta de bienes del patrimonio del deudor durante los dos años anteriores a la fecha del concurso
- f) Realización por el deudor de cualquier acto dirigido a simular una situación patrimonial ficticia



- Como evitarlas:
 - 1) Seguimiento constante de la situación económica y de balance de la sociedad.
 - 2) Seguros de responsabilidad civil de administradores.
 - 3) Operaciones jurídico-mercantiles que permitan sanear el balance:
 - a) Ampliaciones de capital.
 - b) Aportación para compensar pérdidas.
 - c) Operación acordeón.
 - d) Préstamos participativos.
 - e) Fusiones con otras sociedades del Grupo.
 - 4) Solicitud en tiempo y forma del concurso.



“Es un error capital teorizar antes de poseer datos. Uno comienza a alterar los hechos para encajarlos en las teorías, en lugar de encajar las teorías en los hechos”

Sherlock Holmes

- Datos a analizar:
 - Gastos financieros.
 - Generación de cash flow en la empresa.
 - Evolución del margen de explotación.
 - Ingresos de explotación vs Valor Agregado.
 - Apalancamiento operativo.
 - Apalancamiento financiero.
 - Pasivo corriente vs pasivo no corriente.
 - Crecimiento del endeudamiento vs Fondos propios.
 - Necesidades de fondo de maniobra.



- Uno de los análisis importantes que debe tener clara toda compañía es el **PUNTO DE EQUILIBRIO**.

$$IT = CT$$

- Debemos saber exactamente cual es el punto en el que los ingresos son capaces de cubrir los gastos y de qué manera.
- Relacionado con el punto de equilibrio debemos controlar el **MARGEN DE SEGURIDAD**, que relaciona el volumen planificado de ventas con el volumen necesario para alcanzar el punto de equilibrio.



- Muy importante detectar cual es el problema :
 - Crisis estratégica.
 - Crisis operativa.
 - Crisis de resultados.
 - Crisis de liquidez.
- Es muy probable que hayan factores externos que influyan y tengan un peso específico(falta de acceso a los mercados de crédito, caída de la demanda, etc.), pero un análisis exhaustivo de la empresa nos puede deparar sorpresas.
- Primordial tener la cabeza fría y actuar con rapidez.



- Básico y primordial hacer un análisis de viabilidad de la empresa con el objetivo de trazar una hoja de ruta. La obsesión debe ser la generación de flujos de tesorería.
- Renegociar con los bancos y con los proveedores con honestidad y presentando un plan asumible y creible. TODOS QUIEREN COBRAR.
- No lo olvidemos; con hacienda también hay posibilidades de negociación.
- Ser rigurosos en la aplicación del plan, y muy duros en las medidas a adoptar (toma de decisiones que no nos dejen dormir).



- En situaciones complicadas de tesorería el concurso es una opción, no deseada pero posible.
- El impacto sobre las ventas no es tan grave como se dice según cómo se gestione.
- Las ventajas principales son:
 - La renegociación del pago de las deudas,
 - Los intereses de la deuda ordinaria dejan de devengarse
 - La obtención de un tiempo para hacer la reestructuración.
 - Paralización de los procedimientos judiciales durante 1 año.
 - Los ERES son más fáciles.
 - Puede facilitar el proceso de venta de la empresa o de una división de la misma al evitar el riesgo de la retroacción de l concurso.



- Las claves del éxito:
 - Gestión estricta de la tesorería.
 - Estrategia claramente definida.
 - Compromiso por parte de los accionistas y directivos.
 - Comunicación fluida e intensa con clientes proveedores y entidades financieras.

Carlos Manubens. Socio-Director de Manubens & Asociados.

cmanubens@manubens.com

Guillermo Gilabert. Socio Area Mercantil de Manubens & Asociados.

ggilabert@manubens.com

Pablo Garriga. Socio de Garriga & Asociados.

pgarriga@garrigaasociados.com