

**MEMENTO** **PRÁCTICO**  
FRANCIS LEFEBVRE

# Transmisión de Empresas

**2016-2017**

Actualizado a 15 de junio de 2016



MEMENTO TRANSMISIÓN DE EMPRESAS  
Es una obra colectiva realizada por iniciativa  
De **Francis Lefebvre**

**Dirección:**

José María Gómez  
Francisco Mayor

**Coordinación:**

Enrique Pérez del Castillo  
María Pérez Aguilar

**AUTORES**

Alberto Valls	Francisco Mayor	Marta Lorenzo
Alfonso del Río	Gemma Piqué	Marta Morales
Alicia Salvador	Gonzalo Mayo	Miguel Ángel Pinón
Ana López	Guillermo Sala	Mónica Cayuela
Ana Manzano	Gustavo Arroyo	Nadia Castellano
Ana Zarazaga	Ibone Duñabeitia	Nuria Valenzuela
Andrea Lipat	Ignacio Moreno	Pablo Aymerich
Ángel Rincón	Ignacio Sanjurjo	Pablo Esteban
Asís Pérez-Iriondo	Isabel Albano	Pablo Pajares
Azahara Cots	Isabel Gómez-Cuétara	Pablo Santos
Beatriz Domingo	Javier Fernández	Pablo Sanz
Begoña Fernández	Javier Pérez Olivares	Paola Masfurrroll
Borja Almodóvar	Jesús Valero	Patricia Martínez
Borja Escrivá	Jon Arrarte	Paula Pérez
Borja Migoya	Jordi Diosdado	Pilar Alonso
Carlos Unceta	José Gimeno	Pilar Paris
Carmen Masa	José María Elías de Tejada	Prudencio López
Carolina Cartelle	José María Gómez Rosende	Rafael Zapatero
Cloe Barnils	José Valenzuela	Ramón Juanola
Claudio Ramos	Josep Verdaguer	Raúl Fidalgo
Coral Garijo	Juan Martínez	Rubén Castillo
Covadonga Roldán	Juan Ramón Rodríguez	Sandra Gómez
Cristina Valls	Lucía Sayagués	Santiago Hurtado
Daniel Paes	Luis Noguera	Sharon Izaguirre
David Tobía	Manuel Bermúdez	Silvia García
David Usano	Manuel Fernández	Silvia Zamorano
Diana de Miguel	Manuel Gordillo	Susana Burgueño
Diana Soto	Manuel Romero	Susana López
Dunja Popovic	Marcos Río	Susana Rodríguez
Enrique Pérez del Castillo	María Benito	Tirma Toledo
Eugenia Jover	María José García	Vanessa Méndez
Fernando Aranda	María Pérez	Verónica Elorduy
Fernando Martínez	María Vidal	Víctor Horcajuelo
Fernando Vázquez	Marina Santos	Víctor Moya
Francisco Heras	Mario Gimaré	Xana Barrio
Francisco Martín	Marta Fernández-Blanco	

© Francis Lefebvre  
Lefebvre-El Derecho, S. A.  
Monasterios de Suso y Yuso, 34. 28049 Madrid. Teléfono: 91 210 80 00. Fax: 91 210 80 01  
www.efl.es  
Precio: 94,64 € (IVA incluido)  
ISBN: 978-84-16612-36-9  
Depósito legal: M-28063-2016  
Impreso en España  
por Printing'94  
Puerto Rico, 3. 28016 Madrid

Cualquier forma de reproducción, distribución, comunicación pública o transformación de esta obra solo puede ser realizada con la autorización de sus titulares, salvo excepción prevista por la ley. Dirijase a CEDRO (Centro Español de Derechos Reprográficos, [www.cedro.org](http://www.cedro.org)) si necesita fotocopiar o escanear algún fragmento de esta obra.

# Plan general

**Número  
marginal**    **Capítulo**

## PARTE I.- INTRODUCCIÓN

20    Cap. 1. Compraventa de empresas

## PARTE II.- TRATOS PRELIMINARES

110    Cap. 2. Tratos preliminares

## PARTE III.- PROCESO DE COMPRA

310    Cap. 3. Informe de «due diligence»  
 1100    Cap. 4. Estructura de financiación  
 1700    Cap. 5. Contenido típico del contrato de compraventa  
 1900    Cap. 6. Modificaciones estructurales en los procesos de adquisición  
 2350    Cap. 7. Pactos parasociales  
 2550    Cap. 8. «Side Letters»  
 2600    Cap. 9. Contraprestación  
 2950    Cap. 10. Manifestaciones y garantías  
 3100    Cap. 11. Responsabilidad de las partes  
 3350    Cap. 12. Garantías del adquirente

## PARTE IV.- PROCESOS DE COMPRA ESPECIALES

3500    Cap. 13. Adquisición de empresa en concurso  
 3700    Cap. 14. Adquisición de sociedad cotizada  
 4100    Cap. 15. Adquisición de sociedades incorporadas al MAB-EE  
 4200    Cap. 16. Adquisiciones realizadas por entidades de capital-riesgo  
 4400    Cap. 17. «Joint Ventures»  
 4600    Cap. 18. Otras operaciones singulares de adquisición  
 4680    Cap. 19. Transmisión de empresa pública

## PARTE V.- CONDICIONES PARA LA EJECUCIÓN DE LA OPERACIÓN. EL «SIGNING» Y EL «CLOSING»

4710    Cap. 20. Condiciones a la ejecución  
 4850    Cap. 21. Notificación a las autoridades de competencia. Control de concentraciones  
 5300    Cap. 22. Período interino  
 5400    Cap. 23. Cierre

## PARTE VI.- RESOLUCIÓN DE CONFLICTOS

5610    Cap. 24. Resolución de conflictos

<b>Número marginal</b>	<b>Capítulo</b>
----------------------------	-----------------

<b>PARTE VII.- ASPECTOS FISCALES, LABORALES, ADMINISTRATIVOS Y CONTABLES</b>
--

6000	Cap. 25. Fiscalidad del proceso de compra
6300	Cap. 26. Régimen fiscal de las operaciones de compraventa
7000	Cap. 27. Implicaciones fiscales relevantes para la estructura de la transacción
7600	Cap. 28. Régimen laboral
8000	Cap. 29. Derecho administrativo en las transacciones
8300	Cap. 30. Contabilidad de las operaciones de adquisición

9000	<b>ANEXOS</b>
------	---------------

# Abreviaturas

<b>AEAT</b>	Agencia Estatal de Administración Tributaria
<b>AEPD</b>	Agencia Española de Protección de Datos
<b>AP</b>	Audiencia Provincial
<b>art.</b>	artículo/s
<b>BE</b>	Banco de España
<b>BOE</b>	Boletín Oficial del Estado
<b>CC</b>	Código Civil
<b>CCAA</b>	Comunidades autónomas
<b>CCom</b>	Código de Comercio
<b>CGPJ</b>	Consejo General del Poder Judicial
<b>Circ</b>	Circular
<b>CNMC</b>	Comisión Nacional de los Mercados y de la Competencia
<b>CNMV</b>	Comisión Nacional del Mercado de Valores
<b>Const</b>	Constitución española
<b>CP</b>	Código Penal (LO 10/1995)
<b>CV</b>	Consulta vinculante
<b>D</b>	Decreto
<b>DGRN</b>	Dirección General de Registros y Notariado
<b>DGT</b>	Dirección General de Tributos
<b>Dir</b>	Directiva
<b>disp.adic.</b>	disposición adicional
<b>disp.derog.</b>	disposición derogatoria
<b>disp.final</b>	disposición final
<b>disp.trans.</b>	disposición transitoria
<b>DL</b>	Decreto Ley
<b>DLeg</b>	Decreto Legislativo
<b>EDJ</b>	El Derecho Jurisprudencia
<b>ERE</b>	Expediente de Regulación de Empleo
<b>ET</b>	Texto refundido de la Ley del Estatuto de los Trabajadores (RDLeg 2/2015)
<b>FCR</b>	Fondo de capital riesgo
<b>FGE</b>	Fiscalía General de Estado
<b>FOGASA</b>	Fondo de Garantía Salarial
<b>JCCA</b>	Junta Consultiva de Contratación Administrativa
<b>IAE</b>	Impuesto sobre Actividades Económicas
<b>IRPF</b>	Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas
<b>ITP y AJD</b>	Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados
<b>IS</b>	Impuesto sobre Sociedades
<b>IVA</b>	Impuesto sobre el Valor Añadido
<b>L</b>	Ley
<b>LBRL</b>	Ley de bases del régimen local (L 7/1985)
<b>LCon</b>	Ley Concursal (L 22/2003)
<b>LCS</b>	Ley del contrato de seguro (L 50/1980)
<b>LCSP</b>	Texto refundido de la Ley de contratos del sector público (RDLeg 3/2011)
<b>LDC</b>	Ley de Defensa de la Competencia (L 15/2007)
<b>LEC</b>	Ley de Enjuiciamiento Civil (L 1/2000)
<b>LECr</b>	Ley de Enjuiciamiento Criminal
<b>LGP</b>	Ley General Presupuestaria (L 47/2003)
<b>LGSS</b>	Texto refundido de la Ley General de la Seguridad Social (RDLeg 8/2015)

<b>LGT</b>	Ley General Tributaria (L 58/2003)
<b>LH</b>	Ley Hipotecaria (L 8-2-1946)
<b>LIRPF</b>	Ley del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (L 35/2006)
<b>LIS</b>	Ley del Impuesto sobre Sociedades (L 27/2014)
<b>LISOS</b>	Ley sobre Infracciones y Sanciones en el Orden Social (RDLeg 5/2000)
<b>LIVA</b>	Ley del Impuesto sobre Sociedades (L 37/1992)
<b>LMV</b>	Texto refundido de la Ley del Mercado de Valores (RDLeg 4/2015)
<b>LOE</b>	Ley de ordenación de la edificación (L 38/1999)
<b>LOPD</b>	Ley Orgánica de protección de datos de carácter personal (LO 15/1999).
<b>LPAP</b>	Patrimonio de las Administraciones públicas (L 33/2003)
<b>LPH</b>	Ley de propiedad horizontal (L 49/1960)
<b>LPRL</b>	Ley de Prevención de Riesgos Laborales (L 31/1995)
<b>LRJPAC</b>	Ley de régimen jurídico de las administraciones públicas y del procedimiento administrativo común (L 30/1992)
<b>LRJS</b>	Ley Reguladora de la Jurisdicción Social (L 36/2011)
<b>LSC</b>	Texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital (RDLeg 1/2010)
<b>modif</b>	modificado/a
<b>NIF</b>	Número de Identificación Fiscal
<b>OM</b>	Orden Ministerial
<b>OPA</b>	Oferta Pública de Adquisición
<b>OPV</b>	Oferta Pública de Venta de Valores
<b>PGC</b>	Plan General de Contabilidad (RD 1514/2007)
<b>RD</b>	Real Decreto
<b>RDLeg</b>	Real Decreto Legislativo
<b>RDL</b>	Real Decreto Ley
<b>Rec</b>	Recurso
<b>redacc</b>	redacción
<b>Resol</b>	Resolución
<b>Rgto</b>	Reglamento
<b>RGCAP</b>	Reglamento general de la Ley de contratos de las administraciones públicas (RD 1098/2001)
<b>RM</b>	Registro Mercantil
<b>RMC</b>	Registro Mercantil Central
<b>RRM</b>	Reglamento del Registro Mercantil (RD 1784/1996)
<b>SA</b>	Sociedad Anónima
<b>SCR</b>	Sociedad de capital riesgo
<b>SRL</b>	Sociedad de Responsabilidad Limitada
<b>TCo</b>	Tribunal Constitucional
<b>TEAC</b>	Tribunal Económico-Administrativo Central
<b>TGSS</b>	Tesorería General de la Seguridad Social
<b>TJCE</b>	Tribunal de Justicia de la Comunidad Europea
<b>TJUE</b>	Tribunal de Justicia de la Unión Europea
<b>TS</b>	Tribunal Supremo
<b>TSJ</b>	Tribunal Superior de Justicia
<b>UE</b>	Unión Europea
<b>UTE</b>	Unión Temporal de Empresarios



---

Capítulo 1. Compraventa de empresas .....	20
---	----

## CAPÍTULO 1

# Compraventa de empresas

A.	Consideraciones generales .....	25
B.	Procesos de adquisición .....	30
1.	Sujetos intervinientes en la adquisición.....	32
2.	Objeto de la adquisición.....	44
3.	Objetivo de la adquisición .....	52
4.	Proceso de negociación en la adquisición .....	56
C.	Generación de valor para el accionista.....	65
1.	Concepto de creación de valor .....	66
2.	Formas de cuantificar la creación de valor para el accionista .....	70
3.	Generación de valor para el accionista según reconocidos expertos en la materia . .	80

20

## A. Consideraciones generales

La adquisición de empresas se puede llevar a cabo de diversas formas (mediante compraventa de acciones, de activos, modificaciones estructurales, etc.), que analizaremos a continuación, sin embargo, todas tienen como denominador común que su objetivo final es la **toma de control** de la empresa, como conjunto de elementos –activos, pasivos, recursos humanos, fondo de comercio– organizados entre sí formando una unidad con el objetivo de producir bienes o prestar servicios («unidad de explotación económica» –en el CC– o «unidad productiva» –en la LCon–).

25

Es precisamente la especial configuración de su objeto –«la empresa»– y su carácter dinámico –negocio en funcionamiento–, lo que determina que los **procesos de adquisición** de empresas no respondan a un único modelo y que puedan revestir diversas formas, en función de múltiples factores, tales como los actores intervinientes, la finalidad perseguida o las circunstancias que concurren en cada caso, lo que determina que cada operación de adquisición de empresa sea diferente.

El negocio por excelencia para la adquisición de la empresa es la **compraventa**, en virtud de la cual se entrega la empresa (cosa) a cambio de la contraprestación o precio (dinero o especie). En el marco de la compraventa, existen dos formas principales de adquirir una empresa:

- La adquisición de las acciones o participaciones de la sociedad propietaria de la empresa (*share deal*), ya sea por la compra del 100% del capital social de la sociedad o bien mediante la compra de un paquete acciones o participaciones que otorgue el control al adquirente.
- O la adquisición de los activos y/o pasivos de la empresa (*asset deal*).

Además de dichas fórmulas tradicionales, otras modalidades para adquirir la empresa son las **modificaciones estructurales** previstas en la L 3/2009: la fusión, la escisión y la cesión global de activo y pasivo, que junto con la aportación de acciones en el marco de una ampliación de capital constituyen las principales formas para adquirir una empresa.

Detrás de cada proceso de adquisición de empresa existe un **motivo o justificación**. Los motivos para adquirir una empresa pueden ser muy variados (p.e., el crecimiento, la expansión internacional, la mejora de la gestión de la empresa, la búsqueda de sinergias, ventajas fiscales, utilización de exceso de liquidez, etc.), sin embargo, a pesar de la variedad de los procesos de adquisición, en todos ellos puede identificarse como denominador común la **creación de valor** (ver nº 65): «La unión de dos empresas debe producir el efecto de que el valor de las dos empresas juntas sea superior al valor de ellas individualmente consideradas» (José María Álvarez Arjona).

26

En el planteamiento de la adquisición de empresas confluyen una vertiente económica y una vertiente jurídica. El planteamiento económico es previo al jurídico y el punto de partida del proceso de adquisición, porque determina la estructura de la misma, junto con los aspectos fiscales, aunque pueden existir otras variables (p.e., en función de los sujetos intervinientes).

La **estructura económica** de la adquisición depende del tipo de contraprestación y de los aspectos financieros (p.e., operaciones con intervención de *venture capital* en las que la compra está diseñada para ser repagada con los flujos que genere la sociedad adquirida) y los aspectos fiscales.

Definida la estructura económica y fiscal de la operación de adquisición, entra en juego la **vertiente jurídica** del proceso, que tiene por objeto la formalización de la adquisición de tal forma que los documentos que se ejecuten (carta de intenciones, contrato, *side letters*, etc.) den



soporte a la estructura económica elegida para la transacción y reflejen la voluntad de las partes.

En el planteamiento jurídico del proceso de adquisición, en líneas generales, el principal interés del **vendedor** es no tener responsabilidad sobre lo que vende y el principal interés del **comprador** es asegurarse de lo que compra y limitar su responsabilidad sobre lo adquirido; estos extremos junto con la fijación y el pago del precio son los ejes del proceso de adquisición.

En función del tipo de adquisición que se elija, el **contrato o documentos** por los que se formalice la adquisición tendrán un contenido u otro. Por tanto, el medio elegido para llevar a cabo la adquisición determina su estructura jurídica, sin perjuicio que toda adquisición suele tener unos elementos comunes, porque, tal como hemos indicado anteriormente, el fin siempre es la toma de control de la empresa y el proceso de adquisición es un medio para alcanzar el mismo.

**27 Régimen jurídico** No existe en la legislación española ninguna regulación especial de los procesos de adquisición de empresas. Por ello, en función del **proceso de adquisición** en el que nos encontremos, deberemos acudir al CC o al CCom, en los casos de adquisición de empresas por compraventa, o a la L 3/2009 en los supuestos de adquisición mediante modificaciones estructurales.

Los contratos de adquisición de empresas son contratos atípicos, cuyo clausulado depende del tipo de transacción ante el que nos encontremos. Sin embargo, en la práctica se caracteriza por ser un proceso fuertemente influenciado por el **Derecho anglosajón** y de hecho es muy frecuente la utilización de terminología anglosajona, como se verá a lo largo de estas páginas.

Fruto de dicha influencia y al amparo del principio de **autonomía de la voluntad** de las partes (CC art.1255) y la libertad de forma que presiden nuestro derecho de obligaciones y contratos, el contenido de los contratos de adquisición de empresas se aleja, tanto en el fondo (p.e., manifestaciones y garantías) como en la forma (p.e., índice, definiciones, etc.), de los contratos de compraventa tradicionales.

Sin perjuicio de que cada proceso de adquisición es diferente, en función de sus circunstancias y que, por tanto, el contrato varía en cada caso, lo cierto es que inspirado en la influencia anglosajona se ha ido acuñando un proceso en la adquisición de empresas, que tiene una serie de **elementos comunes** (ver nº 1700 s.), a pesar de diferir en cada caso.

**[Precisiones]** Quizás una de las **influencias anglosajonas** más significativas es la inclusión en el contrato de compraventa (*SPA* o *Sale and Purchase Agreement*) de las **manifestaciones y garantías** (o representaciones y garantías) del vendedor, que en líneas generales, pretenden que el vendedor comunique al comprador una serie de circunstancias relativas a la empresa y que le asegure que son ciertas, otorgando garantía sobre la veracidad de las mismas. Por tanto, no se trata de una garantía propiamente conforme a Derecho español (garantía personal o real), sino una obligación que asume el vendedor sobre la certeza de las declaraciones y normalmente una obligación de indemnizar en caso de no resultar cierta durante el plazo y condiciones pactadas (ver nº 2950 s.).

## B. Procesos de adquisición

**30** Los procesos de adquisición de empresas pueden revestir muy diversas **formas**, en función del objeto, la finalidad perseguida, las partes intervinientes y sobre todo las circunstancias de cada caso concreto, porque cada transacción es diferente.

A continuación se expone una **clasificación** de los distintos procesos de adquisición de empresas en función de los siguientes criterios principales:

- En virtud de los sujetos involucrados: diferentes «players» (nº 32).
- En virtud del objeto: adquisición de acciones y adquisición de activos (nº 44).
- En virtud del objetivo: crecimiento vertical u horizontal (nº 52).
- En virtud del proceso: cerrado o abierto (nº 56).

### 1. Sujetos intervinientes en la adquisición

**32** Por razón de los sujetos intervinientes en los procesos de adquisición, quizás la clasificación más interesante es la que se refiere a la parte adquirente.

En cuanto a los **sujetos adquirentes** la clasificación más tradicional es la que distingue entre el comprador o inversor industrial y el comprador o inversor financiero.

**Comprador o inversor industrial** Es aquel dedicado al mismo negocio que la sociedad adquirida y que, por tanto, es un **experto** del negocio que se adquiere.

33

El comprador industrial busca aprovechar las **sinergias** de la sociedad adquirida, con la que pretende ampliar su negocio y con su *know how*, recursos, experiencia y gestión pretende sacarle mayor rentabilidad, aprovechando las economías de escala.

Es frecuente que el comprador industrial prefiera la **compra de activos** a la compra de acciones, para limitar las contingencias o pasivos ocultos adquiridos.

En los procesos de adquisición en los que interviene un inversor industrial el **informe de «due diligence»** se centra especialmente en los aspectos que afectan al desarrollo del negocio y su gestión, tales como licencias, permisos, contratos con proveedores y clientes, cláusulas de exclusividad o limitativos de la competencia, indemnizaciones o penalidades por finalización de contrato, etc. Si, además, el inversor es extranjero estará interesado en las diferencias técnicas y normativas que puedan afectar al negocio, respecto a las de su país de origen, por el hecho de que se someten a ordenamientos jurídicos diferentes.

**Comprador o inversor financiero** Es aquel comprador cuyo principal interés es la **rentabilidad** del negocio o sociedad objeto de la adquisición, puesto que, como regla general, compra para revender.

34

El comprador financiero no tiene interés en el negocio adquirido y, por tanto, no le preocupan los **aspectos técnicos** del negocio.

Normalmente el comprador financiero prefiere la **compra de acciones** a la compra de activos, para independizar el negocio adquirido y facilitar su posterior venta.

Es importante para el comprador financiero que el contrato prevea la posibilidad de **ceder totalmente el contrato**, incluyendo la cesión de las representaciones y garantías. También es importante que la sociedad adquirida sea autónoma y no sea dependiente de un grupo del que dejará de formar parte con la transacción, porque el comprador no puede prestarle apoyo, ya que no se dedica al negocio de la sociedad adquirida y sólo efectúa la compra en busca de una rentabilidad.

**Sociedades de capital riesgo** El **inversor financiero** por excelencia son las entidades de capital riesgo (*venture capital*).

35

Las entidades de capital riesgo se rigen en España por la L 22/2014 que regula, además de las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, y se configuran como un vehículo de inversión destinado a la toma de participaciones temporales en empresas no financieras, de naturaleza no inmobiliaria y que no coticen en mercados de valores (ver nº 4230).

Las entidades de capital riesgo pueden adoptar dos **formas jurídicas** (nº 4240):

**a) Las sociedades de capital riesgo (SRC)**, sociedades anónimas y, por tanto, con personalidad jurídica autónoma, capaces de actuar sin contar con los servicios de una sociedad gestora. En las SRC, los inversores suscriben una parte del capital social de la SRC, pudiendo realizar tanto aportaciones dinerarias como en especie.

**b) Los fondos de capital riesgo (FCR)**, meros patrimonios sin personalidad jurídica, cuya gestión y representación corresponde necesariamente a una entidad gestora y a los que sólo pueden realizarse aportaciones en efectivo.

Independientemente de su forma jurídicas, las entidades de capital riesgo pueden ser entidades de capital-riesgo «ordinarias», entidades de capital-riesgo PYME, fondos de capital-riesgo europeos o fondos de emprendimiento social europeos (ver nº 4245).

El capital riesgo es una **fuentes de financiación** empresarial, que consiste en la aportación de capitales permanentes, por parte de una sociedad inversora, especializada o no, a una pequeña o mediana empresa, llamada comúnmente en este proceso, sociedad receptora o participada. Mediante esta aportación, la entidad inversora de capital riesgo toma una posición minoritaria en la sociedad receptora, de medio a largo plazo, sin la intención de perdurar indefinidamente dentro de su grupo de accionistas.

Las **sociedades receptoras** suelen ser empresas con considerables niveles de riesgo, que tienen dificultades para conseguir capital mediante instrumentos de financiación tradicional. Debido a su participación accionarial, la sociedad inversora tiene un interés en el éxito de la empresa receptora, que se concreta en un deseo de aumento en el valor de la empresa, por lo cual, la sociedad inversora ofrece un valor añadido integrándose al consejo de administración de la empresa receptora, para asesorarla en las principales decisiones estratégicas, asistiéndola en la contratación de personal clave, proporcionando contactos en las esferas jurídicas, bancas de inversión y otros negocios al servicio del respectivo sector y, a su vez, controlar su inversión.

- 36** Algunas de las principales **características** del capital riesgo son:
- El capital riesgo es para la sociedad adquirida, principalmente, un **instrumento de financiación** por medio del cual una sociedad obtiene los recursos de capital necesarios para el desarrollo de sus proyectos de inicio o crecimiento.
  - La sociedad inversora realiza su aportación **participando en el capital social** de la empresa, ya sea con la compra de acciones o la adquisición de otros instrumentos de patrimonio; es menos frecuente que ofrezca capital a préstamo y si lo hace será mediante préstamos participativos (*profit sharing loans*).
  - El principal interés de la entidad de capital riesgo es la **creación de valor** de la sociedad adquirida, para ello también suele aportar conocimientos de gestión y financiación, así como contactos empresariales y suelen participar en el consejo de administración de la sociedad adquirida, para controlar su inversión. Sin embargo, la entidad de capital riesgo no suele conocer el negocio de la sociedad adquirida y necesita que ésta tenga un equipo de gestión independiente y sólido.
  - Este instrumento está dirigido normalmente a la **PYME**, pues inherentes a sus proyectos hay un alto riesgo y esto hace que se dificulte el acceso a instrumentos más comunes. Por tanto, se convierte en un canal para dirigir el exceso de ahorro de los inversionistas hacia la financiación de este tipo de empresa.
  - Los inversores a través de entidad de capital riesgo reciben los **beneficios**, principalmente, a través de las **plusvalías** que obtienen en la diferencia entre el precio de compra y venta de las acciones de la sociedad adquirida.
  - La inversión o adquisición de la entidad de capital riesgo es limitada y, por tanto, como **accionista temporal** siempre exige cláusulas de salida del accionariado de la sociedad adquirida (venta o salida a cotización en mercado secundario), así como la posibilidad de acelerar o retrasar la salida si ello mejora la inversión (ver nº 4335 s.).
  - Los capitales de las sociedades inversoras, se destinan principalmente a emprendimientos en primeras fases o proyectos de crecimiento. Los principales **tipos de inversión** de las entidades de capital riesgo son: capital semilla (*seed capital*), capital para puesta en marcha (*start up capital*), capital para la expansión (*expansion capital*) y adquisición con apalancamiento (*leveraged/management buy-out y management buy-in*).
- 37** **Capital semilla («seed capital»)** Este tipo de inversión está relacionado con empresas que acaban de nacer, o que aún no han comenzado sus actividades empresariales, y sus productos o servicios están en fase de definición, pero que cuentan con un equipo de gestión con experiencia y/o con ventajas estructurales en **mercados emergentes** de alto crecimiento. Este capital suele ser utilizado para gastos preliminares como: estudios de mercado o desarrollo de productos o prueba de prototipos. Las necesidades de recursos de capital suelen ser inferiores a los de las demás fases.
- 38** **Capital para puesta en marcha («start up capital»)** Estas inversiones también van dirigidas a empresas que aún no han empezado con la producción y distribución del producto o servicio, en **empresas de creación reciente** y que, por tanto, aún no han generado beneficios. Estas inversiones suelen tener un período de maduración largo y requerir posteriores inyecciones de capital para financiar el crecimiento. La gran mayoría de *start up* se refieren a proyectos relacionados con **Internet** o de base tecnológica. El nombre de *start up* se aplica a varios estadios de desarrollo del proyecto desde el momento inicial, en el que sólo existe una idea, un plan de negocio y un equipo de gestión, hasta cuando una vez constituida la sociedad apropiada para el desarrollo del objeto social y ha empezado a operar en el mercado recibe su **primera inyección de capital** importante, esto es, hasta lo que se viene a denominar «primera ronda de capitalización» (Beatriz Satrústegui Menchaga).
- 39** **Capital para la expansión («expansion capital»)** Este tipo de inversión se hace en sociedades que ya tienen algún recorrido o trayectoria y busca viabilizar el crecimiento de la participación de la empresa en un mercado ya alcanzado, o su introducción en un mercado al que aún no había accedido (p.e., expansión a través de Internet). El hecho de que la empresa participada cuente con un **recorrido previo**, reduce la incertidumbre y, por tanto, el riesgo de sus operaciones. Aun así, el cambio de dimensión que se espera obtener sigue generando algún nivel de riesgo.
- 40** **Adquisición con apalancamiento** Bajo esta modalidad se realiza la adquisición de una empresa, con un negocio ya establecido y con beneficios en áreas de crecimiento, para lo que se emplea una cantidad significativa de **dinero prestado** (bonos o préstamos), que sufraga los gastos de adquisición. A menudo, los activos de la sociedad adquirida se utilizan como garantía para los préstamos, además de los activos de la sociedad absorbente, con el propósito de

permitir a las empresas hacer grandes adquisiciones sin tener que comprometer importantes cantidades de capital.

Se pueden encontrar diferentes **tipos** de esta misma operación:

1. Los «**Management Buy-Out**» (MBO): la adquisición de la empresa (*buy-out*) es realizada por sus administradores o equipo directivo (*management*) (ver nº 4640).
2. Los «**Management Buy-In**» (MBI): los compradores son un equipo gestor externo a la empresa absorbida (ver nº 4675).
3. Los «**Buy-In Management Buy-Out**» (BIMBO): combinan las dos modalidades anteriores y un equipo directivo externo se une al equipo interno para la adquisición y gestión de la empresa (ver nº 4675).

Respecto a las operaciones de adquisición con apalancamiento debe tenerse en cuenta lo previsto en la L 3/2009 art.35, en el caso de **fusiones posteriores** a una adquisición de sociedad con endeudamiento de la adquirente (ver nº 2092).

### **Inversor angelical o de proximidad más conocido como «business angel»** 41

Son **inversores privados**, empresarios, directivos de empresas, ahorradores que aportan lo que se ha venido a denominar capital inteligente: capital o fondos, conocimientos técnicos, confianza y su red de contactos profesionales o personales.

Actualmente también se incluyen **personas jurídicas**, desde sociedades patrimoniales hasta sociedades promotoras de inversión dependientes de organismos públicos. Los *business angels* operan individualmente o agrupados en redes y existen en Internet sitios webs que sirven de foros de *business angels*.

Los *business angels* suelen realizar su inversión en **empresas «start up»** (nº 38), para la puesta en marcha de proyectos empresariales o a empresas que se encuentran en el inicio de su actividad y también en las primeras fases de desarrollo del proyecto, aportando el **capital semilla** (*seed capital*) (nº 37).

Los inversores angelicales seleccionan sus **proyectos de inversión** valorando el plan de negocio que le presentan de acuerdo con sus criterios personales de inversión. Las inversiones ángeles asumen un riesgo alto y, por tanto, requieren un muy alto retorno o rentabilidad sobre la inversión.

Puesto que un porcentaje de los negocios de *start up* fracasan se suele establecer una estrategia de **salida del capital** del *business angel*.

### Las principales **diferencias** respecto a la inversión de una **entidad de capital riesgo** son: 42

- Se trata de una **inversión de menor importe** que las realizadas por las entidades de capital riesgo, que suelen invertir en una fase posterior del proyecto e importes superiores. Las inversiones angelicales suelen ser la segunda ronda de financiación para las *start up* de alto potencial de crecimiento.
- La inversión del *business angel* es una inversión **más personal** y que se basa no sólo en criterios de eficiencia económica, sino también confianza en el emprendedor o equipo gestor de la sociedad target.
- Intervienen en las **fases iniciales del negocio** (*start up* o *seed capital*), pero no suelen intervenir en negocios ya maduros, a diferencia de las entidades de capital riesgo.
- Participan en el negocio activamente aportando su *know how* empresarial y del mercado, pero puede conllevar una **intervención** excesiva en el negocio, mientras que las entidades de capital riesgo no intervienen en la gestión del negocio salvo que existan problemas.
- La política de los *business angels* depende de cada inversor y, por tanto, no es uniforme, pero buscan un **mayor control** del proyecto y participar en la gestión del mismo, por ello, es frecuente la inclusión de cláusulas de refuerzo de mayorías en materias reservadas.
- Mientras que las entidades de capital riesgo son inversores puramente financieros, los *business angels* son un tipo de adquirente que combina aspectos del **inversor industrial y del financiero**.

## **2. Objeto de la adquisición**

En el marco de la adquisición de empresas mediante compraventa, los dos sistemas o tipos de adquisición tradicionales en función del objeto de la compraventa son las adquisiciones de activos o las adquisiciones de acciones. 44

**Adquisiciones de activos («asset deal»)** El objeto de la compraventa son sólo los **activos** y, en su caso, **pasivos** que el comprador y el vendedor hayan acordado expresamente. Por tanto, se excluyen los pasivos ocultos que pueda haber en la sociedad transmitente, aunque se exceptúan los que puedan derivarse de las obligaciones laborales, fiscales y medioambientales que sean objeto de asunción *ex lege*. 45

La adquisición de activos suele ser más compleja, ya que hay que efectuar la **trasmisión individual** de todos los activos y pasivos objeto de transmisión, respetando, en cada caso, su régimen específico de transmisión.

Según el tipo de activos transmitidos es necesaria o no la intervención de **notario** (p.e., si se transmiten inmuebles es necesario el otorgamiento de escritura). No obstante, lo recomendable y más frecuente es que los contratos de compraventa de activos y pasivos se eleven a público.

También deben ser incluidas en el objeto de la compraventa la transmisión de las **relaciones contractuales** con terceros que vayan a ser objeto de transmisión (licencias, permisos, contratos con clientes, proveedores, etc.).

La cesión de contratos y pasivos exige el **consentimiento** de terceros.

También se requiere la realización de las **inscripciones y notificaciones** que correspondan en relación con los activos y pasivos transmitidos (p.e., Registro de la Propiedad, Oficina Española de Patentes y Marcas, alta del centro de trabajo, etc.).

La **sociedad transmitente** continúa en el tráfico mercantil y, por tanto, puede continuar su misma actividad, por lo que es frecuente la inclusión de cláusulas de prohibición de competencia, cese de actividad, limitaciones a su desarrollo, etc.

El **comprador** asume como propios los pasivos ocultos afectos a los activos adquiridos. Por tanto, la responsabilidad máxima que asume el comprador podría exceder del precio pactado. No obstante, se suele pactar con el vendedor un régimen de compensación de los pasivos ocultos (p.e., vía manifestaciones y garantías).

Cuando transmite una sociedad y el objeto sea un volumen elevado de activos, o activos significativos de la transmitente, o la transacción implique un cese en su actividad, el comprador debería exigir que la junta general de la sociedad vendedora adopte un **acuerdo autorizando la operación**.

Se requerirá en todo caso autorización de la junta general de la sociedad vendedora y/o sociedad compradora, respectivamente, cuando se trate de la adquisición (compradora) o enajenación (vendedora) de **activos esenciales** de las partes. Se presume el carácter esencial del activo cuando el importe de la operación supera el 25% del valor de los activos que figuren en el último balance aprobado (LSC art.160.f).

#### 46 La **tributación** en la compraventa de activos difiere de la que surge en la compra de acciones (ver nº 6300 s.).

En cuanto a los **aspectos laborales y de Seguridad social**, los contratos de la sociedad transmitente, centro de trabajo adquirido siguen en vigor, excepto los que sean objeto de transmisión y surgen responsabilidades solidarias del comprador y del vendedor en cuanto a obligaciones laborales y ante la Seguridad Social (ver nº 7600 s.).

La comunicación a los trabajadores o a sus representantes legales es obligatoria con carácter previo a la consumación de la compra (ET/95 art.44); además pueden existir obligaciones de consulta con sus representantes (ver nº 7835).

Por lo que respecta al régimen de **inversiones extranjeras**, en el caso de que entre los activos y pasivos objeto de la transacción figure un inmueble, cuyo valor exceda de 3.005.060,52 euros (lo con independencia de su importe, cuando la inversión proceda de un paraíso fiscal), y el adquirente sea residente en el extranjero, debe presentarse la correspondiente declaración ante la Dirección General de Comercio e Inversiones (OM 28-5-2001 art.15).

En materia de **protección de datos**, si entre los activos o pasivos objeto de la transmisión hay ficheros que contienen datos de carácter personal (cartera de clientes personas físicas, empleados) se producirá un cambio en la personalidad jurídica del responsable del fichero, que conlleva la obligación de dar cumplimiento a lo previsto en la normativa de protección de datos, en función de las circunstancias de cada caso (RD 1720/2007 art.19; ver nº 542).

#### 47 **Adquisición de acciones («share deal»)** El objeto de la compraventa son las acciones de la sociedad titular de la empresa que se desea adquirir. Por tanto, se adquieren directamente todas las **responsabilidad y obligaciones** de la sociedad objeto (sociedad target) durante toda su vida social, incluso de aquellas que el comprador no conozca (pasivos ocultos) y de forma indirecta los activos y pasivos que conforman la empresa.

En principio, es una modalidad menos compleja, porque sólo se adquiere un activo (las acciones). Sin embargo, en la práctica puede resultar más compleja en los casos en los que existan numerosos accionistas y en el seno de la negociación pueda surgir un conflicto de intereses entre ellos que complique la negociación.

La compraventa de acciones exige la intervención de **fedatario público** en los casos de acciones representadas por títulos al portador (CCom art.545; LMV art.11.5), no en los casos de títulos nominativos, cuando estos se han emitido físicamente (LSC art.120). También se exige la intervención de fedatario público en todos los casos en los que no se hayan impreso los títu-

los físicos (CC art.1280.6). No obstante, lo frecuente y recomendable es que se formalice la compraventa en documento público o bien se eleve a público el contrato de compraventa. La compraventa de participaciones sociales de sociedad limitada es obligatorio formalizarla en documento público (LSC art.106).

En la compraventa de acciones es necesario cumplir el **régimen de transmisibilidad** previsto en los estatutos sociales de la sociedad objeto y dar cumplimiento a los derechos que en los mismos puedan preverse, tales como derecho de adquisición preferente o derecho acompañamiento (*tag along*) u otros.

48

En el caso de acciones nominativas, se debe anotar la transmisión en el **libro registro** de acciones nominativas. Cuando se transmitan participaciones de una sociedad limitada, se debe de inscribir en el libro registro de socios (LSC art.104.1 y 116.1).

Si se transmite el 100% de las acciones o participaciones de una sociedad, anónima o limitada, es necesario proceder a formalizar la declaración de **unipersonal** o el cambio de accionista único, según corresponda, e inscribirlo en el RM dentro del plazo de seis meses desde la formalización de la compraventa (LSC art.13 y 14).

En el caso de adquisición de una sociedad de capital (anónima o limitada), el comprador adquiere acciones de una sociedad y, por tanto, no responde de las obligaciones de la sociedad adquirida más allá del capital social por el principio de limitación de responsabilidad que define a las sociedades capitalistas. Por tanto, la **responsabilidad máxima** por obligaciones y pasivos ocultos anteriores a la adquisición tiene como límite máximo el precio.

Es necesaria la **revisión de los contratos** de la sociedad target para identificar los contratos con cláusulas que exijan la autorización de la contraparte o que prevean la resolución anticipada del contrato en caso de cambio de control de accionariado (p.e., muy frecuentes en los contratos de financiación).

Cuando el paquete de acciones objeto de la compraventa suponga la adquisición o enajenación de un **activo esencial** de la sociedad compradora y/o vendedora, se requerirá acuerdo de su junta general. Se presume el carácter esencial del activo cuando el importe de la operación supera el 25% del valor de los activos que figuren en el último balance aprobado (LSC art.160.f).

La **tributación** en la compraventa de acciones difiere de la que surge en la compra de activos (ver nº 6300 s.).

49

En cuanto a los **aspectos laborales**, puesto que se compra la sociedad, no hay cambios en la figura del empleador: Los contratos y derechos de la sociedad adquirida siguen en vigor.

No es obligatoria la comunicación a los trabajadores, aunque se aconseja su realización.

Por lo que respecta al **régimen de inversiones extranjeras**, en el supuesto de que el adquirente sea residente en el extranjero, debe presentarse la correspondiente declaración ante la Dirección General de Comercio e Inversiones, con carácter general, con posterioridad a la compraventa, aunque hay excepciones en los que debe presentarse con carácter previo cuando la inversión proceda de un paraíso fiscal de los enunciados en el RD 1080/1991 (RD 664/1999 art.4).

En materia de **protección de datos**, la sola transmisión de acciones de una sociedad no da lugar a ningún cambio en la personalidad jurídica del responsable de los ficheros de datos personales, que sigue siendo la sociedad adquirida, por tanto, no se exige el cumplimiento de ningún requisito al no existir transmisión de datos. Si como consecuencia de la compraventa, la sociedad adquirida va a formar parte de un grupo de sociedad y va a existir posteriormente transmisión de datos a otras empresas del grupo, sí debe darse cumplimiento a lo previsto en la normativa de protección de datos para estos casos. También en el caso en que la sociedad adquirida pase a formar parte de un grupo de sociedades multinacional, en cuyo caso debe analizarse si va a haber transferencia internacional de datos y cumplir los requisitos previstos para esos casos (RD 1720/2007 art.70.4).

**Diferencias legales entre la compraventa de activos y la de acciones** En el siguiente cuadro, se resumen las principales diferencias en cuanto a los aspectos legales entre la compraventa de activos y la compraventa de acciones:

50

	Compraventa de activos	Compraventa de acciones
<b>Objeto de la compra</b>	⇒ Adquisición directa de activos y pasivos expresamente pactados. ⇒ Exclusión de pasivos ocultos, excepto los fiscales, laborales o de otra naturaleza (p.e., medioambiental) que transmiten por Ley, aunque excluyan del objeto de la transacción.	⇒ Adquisición de acciones y, por tanto, adquisición indirecta de los activos y pasivos de la sociedad adquirida, incluyendo posibles pasivos ocultos de la sociedad adquirida.
<b>Formalidades</b>	⇒ No se exige documento público excepto para algunos activos (inmuebles).	⇒ En el caso de sociedad anónima, sólo exige documento público para las acciones al portador o en el caso de acciones cuyos títulos no se hayan impreso. En las sociedades limitadas siempre se exige documento público.
<b>Responsabilidad</b>	⇒ El comprador asume los pasivos ocultos afectos a los activos adquiridos. Por tanto, la responsabilidad máxima que adquiere el comprador puede exceder el precio de compraventa.	⇒ En la compraventa de sociedades de capital (anónima o limitada), el comprador no responde de las obligaciones de la sociedad adquirida por el principio de responsabilidad limitada. Por tanto, su responsabilidad tendrá como límite el precio de compraventa.
<b>Aspectos contractuales y notificaciones</b>	⇒ La cesión de contratos y pasivos exige el consentimiento de terceros. ⇒ Se deben realizar las inscripciones y notificaciones que correspondan según los activos y pasivos transmitidos.	⇒ No se transmiten contratos ni pasivos. ⇒ No obstante, deben revisarse los contratos con cláusulas limitativas al cambio de control del accionariado de la parte contratante (p.e., frecuentes en los contratos financiación). ⇒ Se exige la inscripción de las acciones-participaciones en los libros registros.
<b>Aspectos societarios</b>	⇒ No se exige ninguna formalidad societaria. ⇒ No obstante, cuando la adquisición implique el cese en la actividad de la sociedad transmitente, o bien tenga por objeto un volumen significativo de activos, es aconsejable solicitar la autorización de la junta general.	⇒ Debe cumplirse el régimen de transmisión de acciones previsto en los Estatutos sociales de la sociedad adquirida o target, en especial, derechos de adquisición preferente u otros de los accionistas.
<b>Aspectos laborales</b>	⇒ Hay cambio de la persona del empleador en lo que se refiere a los trabajadores afectos a la unidad económica que se transmite. Por tanto, se exige comunicación a los representantes de los trabajadores (ET art.44).	⇒ No hay cambio de la persona del empleador y, por tanto, no se exige comunicación a los representantes de los trabajadores.
<b>Protección de datos personales</b>	⇒ Si entre los activos o pasivos objeto de la transmisión hay ficheros que contienen datos de carácter personal conforme a la LOPD se producirá un cambio en la personalidad jurídica del responsable del fichero.	⇒ No da lugar a ningún cambio en la personalidad jurídica del responsable de los ficheros de datos personales, que seguirá siendo la sociedad adquirida.

### 3. Objetivo de la adquisición

**52** Por razón del objetivo perseguido por la adquisición podemos distinguir entre adquisiciones horizontales y verticales:

**53** **Procesos de adquisición horizontal** Son aquellos que tienen por objetivo la adquisición de una empresa en sector de mercado o actividad similar. Es decir, en las que un **competidor** adquiere o compra a otro competidor.

El **objetivo** principal de las adquisiciones horizontales consiste en la búsqueda de economías en escala que permitan reducir costes. Asimismo, este tipo de adquisiciones busca obtener mayor cuota de mercado, al reducir el número de competidores, o bien adquirir los medios necesarios para iniciar nuevas líneas de negocios o nuevos mercados (expansión internacional, etc.).

**Procesos de adquisición vertical** Son aquellos que tienen como objetivo la adquisición de una empresa de su **proveedor** (integración hacia atrás) o de alguno de sus **clientes** (integración hacia delante).

54

El **objetivo** principal de las adquisiciones verticales consiste en asegurarse el acceso a proveedores o a canales de distribución esenciales adquiriendo o fusionándose con proveedores o miembros de los canales de distribución. La adquisición vertical debilita la competencia o crea barreras para entrar al mercado al excluir a los competidores del acceso a los proveedores esenciales.

**4. Proceso de negociación en la adquisición**

En función del proceso o la estrategia de negociación elegida por el transmitente o vendedor, podemos distinguir, principalmente, entre los procesos de venta abiertos (subasta) o proceso de venta cerrado (negociación bilateral o «one to one»):

56

**Procesos de venta abiertos o mediante subasta** Son aquellos que se caracterizan por negociar con muchos candidatos a la vez y en los que normalmente es el vendedor quien mantiene el control del proceso.

57

Las subastas pueden, a su vez, ser abiertas o restringidas, en función del **número de candidatos** a los que el vendedor involucre en el proceso.

Las principales ventajas e inconvenientes de los procesos de subastas son las que se identifican a continuación:

Ventajas	Inconvenientes
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Maximización del precio por la existencia de una mayor competencia.</li> <li>• Facilita la identificación del perfil de inversor idóneo al existir más de un candidato.</li> <li>• Mayor capacidad de negociación y posición de control en el proceso por parte del vendedor.</li> <li>• Mayor transparencia y objetividad del proceso.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Procesos más complejos y con mayores por el gran número de candidatos que intervienen en el proceso.</li> <li>• Dificultades para mantener la confidencialidad.</li> <li>• Necesidad de establecer diferentes estrategias de negociación en función del perfil de los distintos candidatos.</li> <li>• Riesgo de perder candidatos si el proceso se mantiene como una subasta hasta el final del mismo.</li> </ul>

Alguno de los inconvenientes indicados se pueden reducir o minimizar en las **subastas restringidas** al limitar el número de candidatos el proceso, lo que permite un mayor control sobre el proceso y facilita su gestión.

**Procesos de venta cerrados o bilaterales («one-to-one»)** Un proceso cerrado se caracteriza por llevar a cabo una negociación únicamente con un posible comprador, siendo sus principales ventajas e inconvenientes las siguientes:

58

Ventajas	Inconvenientes
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Confidencialidad.</li> <li>• Procesos más cortos porque se simplifica el proceso.</li> <li>• Mayor agilidad en la negociación y firma de los acuerdos.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Dificultad para maximizar el precio por la limitación de la competencia.</li> <li>• Limitaciones para identificar el perfil de inversor idóneo entre un número de candidatos menor.</li> <li>• Pérdida de control sobre el proceso y menor capacidad de negociación al no disponer de otras alternativas.</li> </ul>

**C. Generación de valor para el accionista**

1. Concepto de creación de valor.....	66	65
2. Formas de cuantificar la creación de valor para el accionista.....	70	
3. Generación de valor para el accionista según reconocidos expertos en la materia.....	80	

**1. Concepto de creación de valor**

El concepto de creación de valor para el accionista es verdaderamente simple: una compañía crea valor para sus accionistas cuando la **rentabilidad** obtenida sobre el capital invertido es superior al coste de dicho capital.

66



Tradicionalmente, desde un punto de vista teórico, el **objetivo de las empresas** pasaba por la consecución del máximo beneficio a lograr la supervivencia. Sin embargo, crear valor ha constituido el pilar central de la gestión de las compañías en los últimos años, que tratan de orientar dicha gestión hacia la maximización de la riqueza de los accionistas como el objetivo fundamental y último de la compañía.

En los últimos años son muchos los expertos que opinan que precisamente esta búsqueda de valor para el accionista ha sido el causante de muchos de los males del entresijo corporativo internacional; ejemplos como la importancia notable que le dan las grandes corporaciones a la cuenta de resultados, la falta de inversión para garantizar crecimientos futuros e incluso trampas contables han desencadenado en un efecto contrario en las compañías: **destrucción del valor empresarial** (y por tanto para el accionista) en el medio plazo, tratando de «asegurar» el éxito en el muy corto plazo.

En línea con lo anterior, hay que tener en cuenta que los **modelos de creación de valor** más utilizados por la Comunidad Financiera Internacional presentan algunas deficiencias que pueden conducir a conclusiones erróneas. En determinadas ocasiones pueden resultar manipulables al ser un método que utiliza parámetros puramente contables; a veces son demasiado complejos para lo que aportan, o incluso pueden llegar a ser malinterpretados intencionadamente, con el objetivo de dirigir el resultado a favor de una determinada postura.

**67 Orígenes del concepto de creación de valor para el accionista** Tradicionalmente se ha hablado del beneficio de una compañía como el diferencial entre las ventas y los costes. Sin embargo, Marshall profundiza en la definición en sus conocidos principios, incorporando el concepto de «**beneficios de la dirección**»:

«Cuando un hombre está involucrado en un negocio, sus beneficios del año son la diferencia entre las ventas y los costes más, o menos, la diferencia entre los activos iniciales y finales. Lo que queda, después de deducir los intereses del capital al tipo de interés en uso, es generalmente llamado beneficios de la dirección o de gestión.»

La fórmula incorporada por **Marshall** se ha entendido desde entonces como la base de todos los modelos de creación de valor. Aquellos negocios que son capaces de generar un mayor volumen de fondos de los que corresponden a los trabajadores, proveedores y fuentes de financiación, son los que crean valor y podemos considerar que este excedente, superior a las exigencias de los accionistas, son los «beneficios de la dirección».

No obstante, Marshall no incorporaba en su ecuación el concepto de «**inversión**» como potenciador y ayuda al crecimiento futuro de un negocio, con el objetivo único de recuperarlo en un intervalo de tiempo determinado, o incluso crear un valor adicional al de la inversión.

**68 Concepto de creación de valor para el accionista** Para crear valor para el accionista en una empresa no es suficiente con que ésta crezca, sino que es necesaria una **mejora de las expectativas** previstas con anterioridad por parte de los accionistas.

La verdadera creación de valor se explica con la superación de expectativas previas y con la **generación de utilidad** para sus participantes, que se mide en el momento último a través del valor creado para el accionista. Es importante recordar que el accionista es el último de todos los participantes de la empresa en recibir su remuneración (antes van los proveedores, entidades financieras, etc.). La principal diferencia reside en que el fin último de los **participantes no accionistas** reside en que se satisfagan sus propios intereses, mientras que el de los accionistas (por invertir en la empresa y asumir riesgo) es de carácter residual, es decir, sólo se benefician una vez satisfechos los intereses del resto de participantes.

Por tanto, el valor creado para los **accionistas** tiene que considerar previamente la remuneración del resto de participantes y puede considerarse como una medida de la buena o mala gestión del negocio basada en la satisfacción de los intereses de todos los participantes en la empresa, y por consiguiente de la generación de valor.

La **fórmula** matemática que podría explicar la creación de valor para el accionista sería:

$$CV_{aac} = R_p - Ex$$

- $CV_{aac}$ : creación de valor para el accionista
- $R_p$ : remuneración transmitida a partícipes
- $Ex$ : expectativas puestas en el negocio por parte del accionista

## 2. Formas de cuantificar la creación de valor para el accionista

**70** En este apartado se trata el concepto de creación de valor para el accionista desde un punto de vista más financiero, dando una breve visión en relación a los conceptos más utilizados por la Comunidad Financiera Internacional.