



# Adquisición de empresas: un enfoque financiero

**Máster en Consultoría y Gestión de Empresas**

**Trabajo fin de Master**

Autor: Stefano Vajna de Pava

Tutor: Javier Hernando

Junio 2014

## Índice

1. Introducción .....	1
2. M&A .....	2
2.1. El porqué de M&A .....	3
2.1.1. Motivos .....	4
2.1.2. Conclusiones .....	9
2.2. Claves y problemáticas .....	10
2.3. Tipo de M&A y otros métodos de expansión .....	12
3. Valoración de Empresas .....	13
3.1. Conceptos financieros .....	13
3.1.1. Balance .....	14
3.1.2. Cuenta de resultados .....	14
3.1.3. Flujos de caja .....	15
3.1.4. Otros conceptos .....	16
3.2. Métodos de valoración .....	17
3.2.1. Métodos patrimoniales .....	17
3.2.2. Métodos híbridos .....	18
3.2.3. Métodos de generación de fondos .....	18
3.2.4. Descuento de flujo de caja libres .....	19
3.3. Valoraciones en la realidad .....	20
3.4. Valoración de marcas .....	21
3.5. Adquisición vs fusión .....	23
4. Procesos de Compra/Venta y Fusiones .....	24
4.1. Venta .....	24
4.1.1. Inicio y preparación .....	24
4.1.2. Contacto y ofertas .....	26
4.1.3. Cierre .....	27
4.2. Compra .....	28
4.3. Fusiones .....	28
4.4. Valoración del riesgo .....	28
4.5. Due diligence .....	29
5. Financiación de M&A .....	32
5.1. Fusiones .....	32

5.1.1.	Adquirida .....	32
5.1.2.	Adquirente .....	32
5.2.	Adquisiciones .....	33
5.2.1.	Financiaciones posibles .....	34
5.2.2.	Garantías .....	35
6.	Caso IAG .....	36
6.1.	Escenario .....	36
6.1.1.	Situación de partida .....	37
6.1.2.	Problemáticas .....	37
6.2.	Fusión .....	38
6.2.1.	Sinergias .....	39
6.3.	Resultados .....	41
7.	Modelo PYMES .....	43
7.1.	Modelo .....	43
7.2.	Conceptos .....	45
7.2.1.	Evaluación ex ante .....	45
7.2.2.	Preflight checklist .....	45
7.2.3.	Valoración .....	47
8.	Anexos .....	50
8.1.	Glosario .....	50
8.2.	Etapas de un proceso de M&A .....	50
8.3.	Herramienta PYMES .....	52
8.3.1.	Toma de decisión .....	52
8.3.2.	Checklist .....	53
8.3.3.	Valoración .....	54
8.4.	Referencias .....	55

## Resumen Ejecutivo

Este trabajo, *Adquisición de empresas: un enfoque financiero*, estudia y da más detalle sobre los procesos de adquisición y fusiones de empresas, con su foco principal en los aspectos financieros, sin pero olvidar los de más factores que concurren en una operación de este tipo, como: las operaciones, la estrategia empresarial e IT.

He elegido este tema por la importancia que M&A tienen en el escenario económico moderno totalmente globalizado, donde hay muchos mercados muy maduro donde el crecimiento inorgánico de las empresas es fundamental para el éxito, y en muchos casos la sobrevivencia, de las mismas.

Muchas empresas Europa miran fuera de Europa para seguir creciendo, ya que el mercado Europeo es en muchos casos muy estancado, así mismo muchas empresas extra europeas miran a Europa como ocasión de crecimiento. Si esta última situación hasta la fecha se ha dado de forma principal por empresas Estadounidenses, en el futuro se dará por realidades que de momento consideramos como nuestro “territorio de conquista”. No hay que olvidar que hoy en día el eje atlántico, Europa - Américas, ya ha sido superado por el eje pacífico, Américas – Asia, en cuanto a volúmenes de negocio y comercios.

En este entorno, de mercados siempre más maduros y competitivos, si bien una estrategia de coste pura no puede ser la única solución, sí es necesario cuidar esta faceta.

En el trabajo he revisado desde el principio hasta el final, todas los aspectos involucrados en un proceso de adquisición o fusión.

He valorado por un lado los aspectos más generales y estratégico, es decir porque se plantea una posible adquisición, las motivaciones validadas y las que lo son menos y los tipos de M&A existentes.

Por otra parte, he entrado más en el detalle operativo de este tipo de operaciones y he detallado cómo funciona la valoración de una empresa y las posibles aproximaciones, cómo se estructura el proceso de compra/venta y finalmente cómo se financian estas operaciones.

Resultado final de este trabajo es un modelo para PYMES a utilizar en la valoración de empresas de cara a la adquisición. Así que tras detallar los

conceptos que he considerado importante en un proceso de M&A, he formalizado en una herramienta de soporte en los siguientes ejes:

- *¿Mi empresa necesita empezar un proceso de M&A?*
- *¿Tengo toda la información necesaria de la empresa/activo objetivo para hacer una buena valoración?*
- *¿Cómo encaja la empresa/activo objetivo con mi empresa?*

# 1. INTRODUCCIÓN

Con el objetivo de desarrollar el tema propuesto se ha dividido el documento en las siguientes secciones:

- **M&A:** en este primer capítulo damos las bases de lo que se detallará en las siguientes secciones, así que por un lado se detalla porque se lleva a cabo una fusión o adquisición, mientras que por otro lado se definen los tipos de M&A posibles.
- **Valoración de Empresas:** en esta sección el foco es la valoración de las empresas objetivos: los diferentes aproximaciones, buenas prácticas y demás concepto que hay que tener en cuenta.
- **Procesos de Compra/Venta y Fusiones:** aquí se va a detallar cómo funciona el proceso de compra y venta, detallando los dos enfoques.
- **Financiación de M&A:** se detallan las posibilidades de financiación en función del tipo de adquisición.
- **Caso:** esta sección detalla unos casos de estudio reales, acerca de operaciones ejecutadas, para cubrir las dinámicas detalladas en las secciones anteriores.
- **Modelo PYMES:** modelización del proceso para PYMES a través herramientas de tipo pre-flight checklist.

## 2. M&A

Con el término M&A nos referimos al concepto inglés Mergers & Acquisitions, en español Fusiones & Adquisiciones.

Con el término fusión nos referimos a cuando dos empresas unen sus capitales sociales para formar una única empresa. A nivel legal se conserva la sola identidad legal de la empresa adquirente. En el caso que las dos empresas que se fusionen dejen de existir para crear una única nueva entidad legal, se habla de consolidación, con este término nos referimos a la agregación de los estados financieros de una empresa del grupo como estados financieros consolidados de una única entidad, y la presentación de unas cuentas anuales consolidadas (balance consolidado, cuenta de resultados consolidada, flujos de caja consolidados...).

Con el término adquisición nos referimos a la compra por parte de una empresa de una parte, o la totalidad, de otra empresa o activo de otra empresa.

Hablando de M&A hay que tener en cuenta como este tipo de operaciones son unas actividades cíclicas dentro del panorama económico, y un mayor número de este tipo de operaciones se puede asociar a una situación económica de crecimiento.

Poniendo el foco en el mercado español, la facilidad de recurrir al acceso a capitales, a través de la financiación de bancos y cajas posibilitó este tipo de actividades en los años pre crisis (hasta el 2007), con un calo importante tras el estallar de la crisis, de hecho todavía no se ha vuelto a alcanzar los niveles anteriores al 2007.

La relación entre el total de M&A y el estado de una economía es tan alineado, el incremento de este tipo de operaciones se asocia a una recuperación económica, y del hecho que el mundo empresarial vuelve a tener confianza en este tipo de operaciones financiera, con el riesgo que estas mismas llevan.

## 2.1. EL PORQUÉ DE M&A

En primer lugar, para entender por qué adquisiciones y fusiones (Mergers and acquisitions) tienen un papel tan importante a nivel empresarial hay que aclarar como el crecimiento es sin duda una de los objetivos/obsesiones recurrentes de la mayoría de las compañías, bajo las presiones de los accionistas/inversores y los demás stakeholders que afectan a la empresa. Al no poder siempre alcanzar este objetivo de una forma natural (crecimiento orgánico), y para obtener tasas de crecimientos mayores y más rápidos, se opera de una forma inorgánica, buscando fuera de la compañía lo necesario a empujar el crecimiento de la misma.

En el mercado global en que nos encontramos estas operaciones ganan aún más importancia ya que son claves para expandirse fuera de los confines nacionales, desde el punto de vista nacional. De la misma forma muchas empresas nacionales, o europeas, serán el sujeto de este tipo de operaciones por empresas de realidades emergentes que hoy en día se están todavía consolidando pero a muy corto plazo llegaran al mercado europeo de una forma todavía más importante.

Hasta la fecha desde países emergentes (especialmente Asia y MiddleEast) hemos asistidos a compras en Europa como inversión de capitales, pero todavía no como verdadera operaciones de M&A para alcanzar un crecimiento inorgánico.

El mercado global de hoy en día también significa, en muchos casos, mercados muy maduros y muy competitivos. Desde un punto de vista estratégico, según Porter, la respuesta más común de una compañía es una estrategia de coste, donde no queremos decir recorte sin más, si no: optimización de compras y de más centro de coste a través las sinergias internas de una compañía, la optimización de procesos de fabricación, optimización de la logística, innovación e I+D, utilización de la tecnología, mejora de la gestión de proveedores y revisión de los demás procesos internos de la compañía.



### 2.1.1. MOTIVOS

Considerando que el objetivo principal de una M&A suelen ser las ventajas competitivas originadas por el crecimiento, a seguir detallamos los principales motivaciones a la hora de desempeñar este tipo de operaciones.

#### 2.1.1.1. VENTAS

Grandes volúmenes de venta permiten obtener ventajas en los diferentes conceptos por ser líderes de mercado, o muy bien posicionados.

En primer lugar estos volúmenes de venta otorgan a la empresa capacidad de *fijar los precios* en línea con su estrategia y estructura de coste. Ese poder de fijación de precio puede ser utilizado especialmente como barrera de entrada a algunos mercados a los competidores.

Por otro lado una compañía más grande tiene una potencial ventaja, que de todas formas hay que concretar, a la hora de *internacionalizar su negocio* y en general de acceder a nuevos mercados con un efecto “*First mover advantage*”. Especialmente en mercado pocos maduros y en fase de crecimiento o productos tecnológicos, el “*First mover advantage*” tiene mucho peso, ya que quien antes llega en un mercado tiene mucha ventaja a la hora de ser líder de mercado, pudiendo inicialmente obtener márgenes más altos. Por otro lado las prisas para ser el primer en lanzar un producto no tienen que desestimar el esfuerzo necesario a la hora de lanzar un producto que tengas funcionalidades que la gente quiere y comercializado de la manera correcta. Hay muchos casos de fracaso del “*First mover advantage*”, SONY tiene más de un ejemplo de este tipo, como el SmartWatch y Clié.

A nivel de marketing la posibilidad de *segmentar el mercado y diversificar sus clientes* para disminuir el riesgo y tener un abanico de potenciales clientes mayores.

No cabe duda que para maximizar y/o aprovechar estas ventajas hay también que saber elegir la empresa objetivo de la operación. Para eso realizar adquisiciones en una fase inicial del ciclo de vida de una nueva industria o línea de productos, mucho antes de que la mayoría de los otros reconocen que crecerá significativamente, puede aportar mucha ventaja, siempre y cuando la

empresa esté dispuesta a hacer varias apuestas, ya que algunas fracasaran y tenga la paciencia y la habilidad para invertir en los negocios adquiridos.

#### **2.1.1.2. COSTES COMPRAS**

Un papel fundamental lo tiene también las sinergias que se pueden alcanzar en los costes. Como base de la *economía de escala*, mayores volúmenes de compra permiten obtener mejores precios por lo proveedores, gracias a un mayor poder de negociación. Es importante subrayar como una disminución de los costes de compra tiene un impacto directo sobre los márgenes de la compañía.

Este concepto de masa crítica y economía de escala se aplica también a otros costes operativos como pueden ser los contratos de suministros.

Este escenario aplica especialmente en mercado muy maduros, como el automóvil y el de los productos químicos, donde las empresas siguen estrategias de M&A para aumentar rápidamente sus volúmenes y bajar sus costes. Esto genera por el otro lado un exceso de producción que también hay que controlar, cerrando las plantas menos productivas y quedándose solamente con las plantas más eficientes.

#### **2.1.1.3. PERSONAL**

A la hora de acometer una M&A también se puede aprovechar la mejores opciones que hay a la hora de fichar y retener en la empresa profesionales calificados y mejores talentos.

Este efecto se debe a diferentes factores, como: la capacidad negociadora de la empresa a la hora de contratar, mayor flexibilidad y posibilidades a la hora de ofrecer a los empleados esquemas de remuneración e incentivos más llamativos para los empleados y el hecho que en la mayoría de los casos una grande empresa es más llamativa desde el punto de vista del empleado.

#### **2.1.1.4. I+D+I E INVERSIONES**

Por lo general empresas de mayor tamaño tendrán más posibilidades de *invertir en I+D+i* y lanzar al mercado producto innovador. De todas formas especialmente en algunos sectores como el tecnológico (como parcialmente ya comentado en la sección Ventas) o el farmacéutico la operación de adquisición o

fusión es en sí mismo la manera de acceder a un producto innovador, o cerrar el gap tecnológico con los competidores, sin necesidad de hacer una inversión interna en I+D+i.

Un ejemplo claro de esta aproximación son muchas de las adquisiciones llevadas a cabo por empresas tecnológicas, también del tipo Over The Top (OTT), para hacerse con un nuevo producto (aplicación), como puede ser la compra de WhatsApp por Facebook o Skype por Microsoft. A nivel de número es muy significativo el caso de CISCO: desde el 1993 hasta el 2001, Cisco adquirió 71 empresas, a un precio aproximado de 350 millones de dólares. Las ventas de Cisco aumentaron desde los 650 millones de dólares en el año 1993 a \$ 22 mil millones en 2001, con casi el 40 por ciento de sus ingresos 2001 que viene directamente de estas adquisiciones.

Más allá de las puras inversiones en I+D+i, empresas más grandes pueden contar con más músculo financiero para respaldar cualquier tipo de otra inversión orientada al crecimiento, como pueden ser: las mismas adquisiciones, mejora de las operaciones (logística), mejora de los procesos y mejora de los sistemas de IT.

#### 2.1.1.5. FINANCIACIÓN

Más allá de lo comentado hasta ahora la *facilidad de acceso al mercado de capitales* ha de considerarse como una motivo de M&A, especialmente hoy en día en el mercado Español y más en general mediterráneo, Francia, Italia, Grecia y Portugal.

Cualquier tipo de entidad financiadora, sea un banco financiador, mercado bursátil, mercado de deuda u otras perciben estas mismas ventajas que estamos detallando de cara a hacer una inversión de menos riesgos.

Tampoco hay que descartar que por una entidad financiera la inversión en la evaluación de una empresa de pequeño tamaño o grande es bastante parecida a la hora de conceder un préstamo o una inversión es bastante parecido, siendo para ellas mucho más rentable trabajar con empresas de grande tamaño.

La posibilidad de recurrir a productos financiero más sofisticado para su financiación es también una ventaja.

La gestión del circulante, los flujos de caja y las necesidades operativas de fondos (NOF) también se pueden optimizar a través volúmenes más grandes. La económica de escala, y el poder de contratación derivado, permite a una empresa más grande tener condiciones de pago y cobro mejores que las de una empresa más pequeña. Al mismo tiempo la solidez financiera obtenida mejorando condiciones de pago y cobro puede financiar contratos con clientes estratégicos, aunque con malas condiciones de cobro/pago.

Aunque no sea uno motivos con volúmenes muy grandes, me parece interesante comentar el tema de los créditos fiscales. Empresas son muy llamativas de por un comprador por los créditos fiscales que garantizan a quien acomete la operación, este factor ha tenido mucho peso en operaciones de M&A dentro todo el proceso de consolidación de las cajas de ahorro y banco españoles.

#### **2.1.1.6. SINERGIAS**

Si hasta ahora hemos visto principalmente motivos originados por el crecimiento “bruto” y aumento de los volúmenes en sí, también se pueden obtener ventajas en una operación de M&A a través las sinergias derivadas. De aquí podemos considerar los siguientes ejes:

1. Sinergias en venta.
2. Sinergias en coste.

En el primer caso el nodo está en las sinergias que se pueden obtener por el compartir las plataformas o canales de ventas, así como el cross-selling.

Entre transacciones finalizadas, para entre otras cosas sinergias en venta, se pueden considerar los casos de:

1. FCA (Fiat Chrysler Automóviles): aprovechar las plataformas de venta, concesionarias, del grupo americano por FIAT y el revés.
2. Gas Natural Fenosa: aprovechar la venta de gas a los clientes de electricidad y el revés.

En la segunda categoría entran todo tipo de operaciones cuyo objetivo es optimizar los costes a través las sinergias (en línea con lo comentado en la sección Costes compras). Pueden ser tanto costes estructurales/corporativos, la integración de diferentes departamentos de la empresa, cuanto ahorro de coste

a través de mejores compras o cierre de unidades productivas para quedarse solo con los centros más eficientes.

Este tipo de sinergias son muy buscadas en mercado maduro y con exceso de capacidad productiva, donde la estrategia de coste suele ser dominante. Mercados como el del automóvil, siderúrgico y químico son muy buenos ejemplos.

La fase de consolidación de los bancos en Europa mediterránea es también ejemplo significativo, con casos como:

- Cajas de ahorro españolas.
- Cajas de ahorro italianas, actualmente Unicredit.
- San Paolo-Intesa.

Un ejemplo de éxito es la compra por grandes empresas de empresas relativamente pequeñas con productos innovadores, pero que tienen dificultades para llegar a todo el mercado potencial para de sus productos. La empresa grande puede aprovechar el producto exitoso de la pequeña empresa con su propia red comercial para obtener grandes beneficios.

IBM, por ejemplo, ha seguido esta estrategia en el negocio del SW. Desde el 2002 hasta el 2009 adquirió 70 empresas por unos 14 mil millones de dólares, empujando estos productos a través su fuerza de ventas global, IBM estima que aumentó sus ingresos en casi un 50 por ciento en los primeros dos años después de cada adquisición.

#### **2.1.1.7. MEJORA DEL DESEMPEÑO**

Aunque no está centrado en tener una ventaja competitiva o resultados a largo plazo, no hay que desestimar las transacciones orientadas a la mejora del desempeño de la empresa objetivo, con la idea de una venta a un precio mayor de la compra, originado por el mayor valor que tiene la empresa.

Por un lado podemos afirmar que esta modalidad de M&A no tiene que hacer frente a todas las dificultades originadas por los procesos de integración entre las empresas en la fase posterior a la operación.

#### **2.1.1.8. DIVERSIFICACIÓN**

La diversificación de los productos o servicios ofertado por una compañía a través operaciones de M&A con el objetivo de disminuir el riesgo también se suele dar.

Aunque la idea pueda ser positiva y tiene sentido en empresas no cotizadas, sin contar las dificultades por la empresa compradora de gestionar con éxito la empresa adquirida al trabajar en un negocio diferente, carece de sentido en el caso de las empresas que cotizan. En esta situación de cara al inversor, no tiene mucho sentido, ya que el accionista puede alcanzar esta diversificación acudiendo directamente al mercado de capitales.

#### **2.1.1.9. MOTIVOS PERSONALES**

Aunque no tenga ninguna motivación objetiva, no hay que olvidar los motivos personales de los equipos directivos, tanto porque quieren ver crecer su compañía sí o sí, sin considerar una verdadera generación de valor, así como por mejorar su remuneración enlazada a objetivos de la empresa fácilmente alcanzable con operaciones de M&A.

#### **2.1.2. CONCLUSIONES**

A raíz de los motivos que se han detallado podemos confirmar como las *M&A persiguen el crecimiento como medio para alcanzar ventajas* en las diferentes dimensiones que hemos evidenciado, es decir: coste, ventas, personal, financiación y sinergias.

También podemos afirmar como este tipo de operaciones son tanto más frecuentes cuando nos encontramos en mercados maduros. En este caso los volúmenes son la clave para el éxito, y en muchos casos para la misma sobrevivencia. En esta situación las empresas buscan sinergias a través una o más de las posibles vías existentes: integración vertical, crecimientos geográfico e internacionalización, entrada en nuevos mercados, lanzamiento de nuevos productos...

Por otro lado tenemos que subrayar que motivaciones como, diversificación exasperada y motivos personales, suelen ser menos defendibles.

Si hasta este punto nos hemos focalizado en los motivos que llevan a la compra de una compañía no hay que olvidar que también hay un vendedor. Desde este punto de vista la venta puede resultar interesante por:

- Diversificación del patrimonio.
- Falta de relevo en la compañía, bien por problemas generacionales bien por pérdida de competencias de la dirección por parte de los ejecutivos.
- Financiación del negocio, para permitir un crecimiento del mismo. En especial a través la venta de negocio no core de la compañía, para el financiamiento de otras estrategias empresariales.

## 2.2. CLAVES Y PROBLEMÁTICAS

Si bien hasta ahora hemos detallado unos cuantos motivos válidos y M&A parece la panacea para solucionar cualquier problema que una empresa pueda tener en el mercado global, no hay que descartar el *alto coeficiente de dificultad de estas operaciones*. A esto se enlaza el alto índice de fracasos de las mismas, especialmente en un entorno internacional.

Según estudios (fuente FT), en las últimas décadas el 50% de estas operaciones no ha alcanzado los objetivos, y este valor sale al 85% si consideramos solo los últimos años. Se puede afirmar que el aumento de este valor está sujeto a las mayores presiones que hay sobre las empresas para su crecimiento, en mercado generalmente siempre más maduros. En el balance entre coste de transformación e ingresos, no cumplir los objetivos significa en muchos casos que los ingresos de la nueva compañía no alcanza los ingresos de las dos compañías divididas.

Algunos ejemplos, entre los muchos, de M&A que no han sido tan rentable como lo esperado o directamente han fracasado son:

- Alcatel-Lucent: CEO de la compañía al año de la fusión ha afirmado como llevaban tres trimestres sin cumplir los objetivos de la fusión.
- Daimler-Chrysler: En el 1998 constituyeron el 3 polo automovilístico más grande del mundo, pero ya en el 2007 Daimler vendió Chrysler debido a las continuas pérdidas.



- GM-Fiat: Tras un acuerdo en el 2000 (intercambio de acciones) con obligación de compra por parte de GM, en el 2005 se llegó al divorcio entre las dos empresas. GM para salir del acuerdo tuvo que pagar una multa de unos 1.500 millones de €.

Una de las problemáticas más grande es optimizar de una forma real las sinergias identificadas y que se pueden originar a partir del crecimiento de la empresa. Si bien sobre el papel parece fácil a lo largo de una M&A hay que tener en cuenta muchos factores para tener una transacción lo más exitosa posible, entre otros:

- Definición de una estrategia de IT común, unificación de las herramientas a todos los niveles:
  - Gestión de recursos.
  - Control Financiero.
  - Control de Gestión.
  - CRM.
  - Los demás sistemas IT que hoy en día están involucrados en una empresa.
- Unificación de procesos: compra, RRHH, reporting, gestión de producto/proyecto/servicios...
- Racionalizar costes:
  - Personal.
  - Infraestructura.
  - Proveedores.
  - Logísticos.

Hay que tener reales beneficios de la economía de escala de cara a las compras. Hay que identificar proveedores que nos puedan dar el servicio en todas las geografías necesarias.

- Unificar bases de cliente, y la forma de explotar dicha información. También hay que considerar eventuales y posibles incompatibilidades.
- Presentar una oferta de producto y servicio única y coherente. Estudiar y disminuir el posible canibalismo que se pueda generar.
- Mantener la cultura empresarial de los sujetos involucrados en la operación, tanto la que adquiere cuanto la adquirida.



## 2.3. TIPO DE M&A Y OTROS MÉTODOS DE EXPANSIÓN

En primer lugar cuando hablamos de este tipo de operaciones tenemos que dividir, por como el mismo nombre sugiere en fusiones y adquisiciones.

En el primera caso los dos patrimonios se juntan y se constituye una nueva única sociedad, si una de las dos empresas absorbe la otra se define fusión por absorción. En caso de las adquisiciones hay una empresa compradora que adquiere el capital de la otra, si la adquisición es solamente de un conjunto de activos y procesos productivo de una empresa, se denomina carve out.

En el caso de las adquisiciones también puede ser total o parcial, donde en el primer caso se compra la totalidad del patrimonio, mientras que en el segundo solo una parte.

Aunque no son M&A hay lógicamente otros métodos de expansión, cuyo objetivo final es muy parecido a M&A. Estos métodos son:

1. Colaboración.
2. Franquicias.
3. Joint ventures/Alianzas.

Con respeto a estas aproximaciones M&A se posiciona de la siguiente forma:

- Puntos fuertes:
  - Rapidez.
  - Posibilidad de comprar nuevos mercados.
  - Aprovechar ventajas a nivel financiero.
- Puntos débiles:
  - Prima pagada: compra, proceso de transformación, aspectos legales, coste de oportunidad a corto plazo
  - Dificultad en elegir la empresa objetivo.
  - Intensa gestión del cambio a nivel del personal.

### 3. VALORACIÓN DE EMPRESAS

En la valoración de una empresa el primer concepto que hay que considerar es que el precio y el valor no coinciden.

A la par que cualquier otra compra, la de una empresa, *el valor que tenga el bien a adquirir no es igual al precio final en que se cierra la compra.*

Este concepto está muy interiorizado en el mundo del marketing, donde hay empresas que por su nombre, incluyendo de una forma rápida todos los conceptos que participan en crear la marca, puede permitirse de vender un producto de la misma calidad de los competidores a un precio bien más alto, premium price.

Así que considerando lo dicho, una vez que se haya definido el valor de la empresa objeto de la transacción entran otras variables como son las expectativas de los involucrados o motivaciones estratégicas que finalmente, tras un proceso de negociación acaban en un precio.

Un ejemplo muy significativo es la bolsa, donde el precio de una acción cambia continuamente a lo largo del día, aunque el valor del subyacente no haya en realidad cambiado, en este caso se basa todo sobre las expectativas (y la especulación).

#### 3.1. CONCEPTOS FINANCIEROS

En este capítulo, con el objetivo tener familiaridad con los temas que se tratan en este trabajo vamos a revisar los principales conceptos financieros.

Las bases de la finanza aplicada a las empresas (Corporate Finance) son:

- Balance: una foto financiera de la empresa, lo que potencialmente puede hacer una empresa.
- Cuenta resultado: la película de lo que está haciendo la empresa, sus posibilidades.
- Flujos de caja: Representa la realidad de cuál es la situación financiera de una empresa.

### 3.1.1. BALANCE

El balance representa la situación estática de una empresa al cierre del año contable de la misma, que no es obligatoriamente el 31/12, a través *sus pasivos y activos*. Los dos valores numéricos han de coincidir.

De una forma muy simplificada tanto los pasivos como los activos se pueden dividir en dos categorías, en función de la variable temporal: el corto plazo y el largo plazo, donde la franja entre los dos conceptos es el año. En el caso del pasivo también se añaden el patrimonio neto, que se considera un pasivo no exigible, en cuanto representa la inversión inicial de los accionistas/inversores y ganancia de la empresa.

En línea con lo comentado, a nivel visual el balance de una empresa se divide en dos secciones, la de los pasivos y activos, ordenados en función de su nivel de liquidez, desde los de menor liquidez hasta los de mayor liquidez.

De una forma esquemática este es el balance de una empresa:

Pasivos	Activos
<b>Largo plazo</b>	<b>Fondos propios</b>
Inmovilizado financiero	Capital social
Inmovilizado inmaterial	Reservas
Inmovilizado material	<b>Largo plazo</b>
<b>Corto plazo</b>	Deuda financiera L/P
Tesorería	Otros Acreedores L/P
Clientes	<b>Corto plazo</b>
Otros deudores C/P	Proveedores
	Otros Acreedores C/P

El balance está sujeto a normas contables de aplicación (GAAP), según el tipo de empresa.

### 3.1.2. CUENTA DE RESULTADOS

La cuenta de resultados organiza los ingresos y los diferentes gastos que se suman para llegar al beneficio neto de forma vertical, para facilitar el análisis del mismo y poder consolidar los resultados a diferentes niveles intermedios, más allá de los solos ingresos y beneficio neto.

<b>+ ingresos de explotación</b> - coste de productos vendidos
<b>+ margen bruto</b> - gastos de personal - otros gastos de explotación
<b>+ cash flow de explotación (EBITDA)</b> - amortizaciones y provisiones
<b>+ beneficio de explotación</b> - gastos financieros
<b>+ beneficio antes de impuestos</b> - impuesto de sociedades
<b>+ beneficio neto</b>

Dos de los conceptos principales dentro de una cuenta resultado son:

- *EBITDA (Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization)*: A este nivel de la cuenta resultado el foco está en los solos gastos de explotación e ingresos. Es un indicador de lo bien, o mal llevado, llevado que es el negocio desde un punto de vista puramente operacional.
- *EBT (Earnings Before Tax)*: Es el beneficio de explotación sin considerar los impuestos, pero sí considera el impacto de la deuda.

### 3.1.3. FLUJOS DE CAJA

Si bien hasta ahora hemos visto dos herramientas analíticas muy buenas para ver el estado y el potencial de una empresa, más allá de su obligatoriedad por ley, todavía falta la pieza clave para entender el *estado real de salud y beneficio generados* por un empresa, que son los flujos de caja, o cash-flows en inglés. Aunque la traducción literal es flujo de caja, y se usa este término, la palabra que más exprime el significado es tesorería.

Sin entrar en el detalle de los mismos, existen diferentes tipos de cash-flows, como:

- Cash-flows de la cuenta de resultados.

- Cash-flows del negocio.
- Cash-flows libre.
- Cash-flows de la deuda.
- Cash-flows del accionista.

En todos los casos el objetivo es cuantificar los flujos de cajas reales que se están generando, aunque cada uno de los flujos que hemos listado está enfocado a un uso diferente, y a raíz de esto contempla conceptos diferentes. Por ejemplo el cash-flows del negocio no contempla salidas de cajas de carácter financiero.

### 3.1.4. OTROS CONCEPTOS

Más allá de estos tres conceptos básicos, hay otros aspectos muy importantes en el mundo del corporate finance, y esos son:

- Apalancamiento financiero.
- Coste de recursos financiero.

Con el apalancamiento financiero se entiende la cantidad de la deuda que hay en proporción de los recursos propios, es decir cuando endeudado está un negocio. Si el negocio está muy endeudado se dice que está muy apalancado.

En el caso de los costes de recursos financieros se entienden los costes que soportan la deuda financiera y los fondos propios.

De cara a la valoración de empresa se entiende la rentabilidad exigida a un negocio en función del riesgo del mismo. Podemos identificar los siguientes conceptos:

- Coste de la deuda financiera: rentabilidad exigida por el acreedor financiero.
- Coste de los fondos propios: rentabilidad exigida por el accionista.
- Coste medio ponderado de capital (WACC): es un coste ponderado de los dos costes anteriores.

## 3.2. MÉTODOS DE VALORACIÓN

Teniendo en cuenta los conceptos de balance, cuenta resultado y flujos de caja podemos resumir en las siguientes principales aproximaciones a la hora de acometer la valoración de empresa:

- *Métodos patrimoniales*
- *Métodos híbridos (1940)*
- *Métodos de generación de fondos (1940)*
- *Descuento de flujo de caja libres, DCF (1970).*

De todas formas a lo largo del siglo XX se han ido consolidando más aproximaciones, como son: valor económico agregado [EVA] (1980) y beneficio económico (1980).

De forma independiente de la aproximación hay unos conceptos básicos que no se pueden no tener en cuenta:

1. Las fórmulas utilizadas han de ser lo más simple y coherente posibles. No se necesitan formulas altamente complejas para reflejar la que es la realidad.
2. Más allá de las fórmulas utilizadas, se necesita finalmente mezcla de teórica y práctica, sentido común y experiencia para poder modelar correctamente la empresa a analizar.

### 3.2.1. MÉTODOS PATRIMONIALES

Con esta aproximación se estima el valor de una empresa a través de la riqueza que se ha generado hasta la fecha, a través del balance, sin tener en cuenta la capacidad de generar beneficios futuros.

Para la valoración se pueden seguir dos vertientes: a través los pasivos o a través los activos).

Las diferentes aproximaciones por pasivo trabajan descontado a los activos los pasivos exigibles para obtener el valor de la empresa, si consideramos solo los pasivos contabilizado obtenemos el valor contable (VP). Para ajustar el valor contable a la realidad se contemplan los activos o pasivos no contabilizados, obteniendo el valor patrimonial ajustado (VPA). A partir del VPA se puede afinar

aún más la valoración incluyendo los gastos y los descuentos de la liquidación de los activos fijos, en este caso se habla de valor liquidativo (VL).

En las aproximaciones por activos la aproximación se contabilizar todos los activos que habría que invertir para tener un negocio que estuviera en la misma situación contable, valor sustancial neto (VSN).

Si bien en el caso de los pasivos nos da el valor de la empresa de cara a una liquidación de la misma, de aquí el nombre de una de las aproximaciones, en el caso de los activo nos dice cuando costaría montar un negocio que se encuentre en la misma situación del analizado.

### **3.2.2. MÉTODOS HÍBRIDOS**

Los método patrimonial al sacarse a partir de la foto financiera de la empresa, el balance, dan poca información acerca de la riqueza que el negocio bajo estudio es capaz de generar. A raíz de esto se han definido unos métodos híbridos, que a partir del valor patrimonial integran nuevas variables que definan el potencial del negocio y la capacidad del mismo de generar fondos a futuro, lo que se está contando en estos métodos es el fondo de comercio.

Este concepto es fundamentalmente un activo intangible que incluye la capacidad de generar fondos a partir de una cartera de cliente, el nombre de marca, cuota de mercado, la eficiencia, la organización, la experiencia y otros intangibles que puedan aportar valor.

Las fórmulas inicialmente propuestas para esta aproximación son bastante complejas, podemos decir que actualmente se considera que el EBITDA normalizado, es decir que no tienen en cuenta ingresos o gastos no típicos del negocio, represente correctamente el valor de una empresa, y sea capaz de plasmar los activos intangibles.

### **3.2.3. MÉTODOS DE GENERACIÓN DE FONDOS**

Esta aproximación se considera dinámica, ya que valora la empresa en funcionamiento y su capacidad de generar fondos a futuro, no a partir de una foto estática.

Esta aproximación pone el foco en el accionista, ya que se quiere calcular el precio del acción, valor actual neto, a partir del coste de capital y los dividendos que la empresa es capaz de generar a futuro.

En esta aproximación se considera que el accionista busca la rentabilidad solo a través los dividendos, mientras que en realidad el accionista podría buscar la rentabilidad a través la plusvalía que las acciones son capaces de generar a futuro.

Además un inversor que quiera obtener una rentabilidad de su recursos financiero puede obtener ingresos no solo a través las acciones, sino a través las obligaciones que la misma empresa emite para su financiación. Dicho eso es importante recordar como el accionista es el último acreedor de una empresa y es el que corre más riesgos, para eso se espera que su rentabilidad sea mayor.

Con eso hemos introducido los dos “propietarios” de una empresa:

- Acreedor financiero que suministra la deuda financiera.
- Accionista que suministra los fondos propios (capital social y reservas).

Si se quiere calcular el valor de una empresa hay que calcular los fondos futuros que es capaz de generar la empresa para todos sus “propietarios”, descontado con una tasa de interés apropiada, este método se llama descuento de flujo de caja libre, en ingles Discounted Cash-Flow (DCF).

### **3.2.4. DESCUENTO DE FLUJO DE CAJA LIBRES**

Esta aproximación es la que se considera la correcta para la valoración de cualquier tipo de negocio.

Para su cálculo se utilizan los siguientes conceptos:

- Flujos de caja libre, en ingles Free Cash-Flow (FCF): es la cantidad de dinero efectivo generada por la empresa y disponible para su repartición entre todos sus propietarios, tanto acreedores financieros como accionistas.
- Weighted Average Capital Cost (WACC): es la tasa de descuento utilizada para el cálculo del VAN de los flujos de caja libre. Esta tasa de descuento considera todos los acreedores de una empresa (accionista y acreedores de la deuda) haciendo una media ponderada del coste de los fondos propios y de la deuda financiera.



La fórmula es:  $VE = VAN(CFL, WACC)$ .

### 3.3. VALORACIONES EN LA REALIDAD

Tras haber visto las diferentes aproximaciones principales para el cálculo del VE y destacado el descuento de flujo de caja libre como la solución universalmente aceptada para la valoración de cualquier tipo de empresa, nos tenemos que confrontar con la que es la realidad, que es siempre más compleja de cómo se puede plasmar en una fórmula.

En primer lugar hay que tener en cuenta como DCF calcula el VE a través los flujos de caja que es capaz de generar, pero en el balance de una empresa están más entradas, tanto activos como pasivo, que no participan en la generación de riqueza de la empresa y no perjudican el funcionamiento de la misma. Para eso se tienen que extraer del balance tanto los activos como los pasivos extra funcionales y sumarlo al VE obtenido por DCF, obteniendo que  $VE = DCF + \text{Activo y Pasivos extra funcionales a valor liquidativo}$ . Con esto entra en juego un primer concepto subjetivo y no objetivo.

Por otro lado hay que tener en cuenta que para aplicar el DCF de forma coherente hay que, dentro el proceso de valoración, construir diferentes escenarios con diferentes DCF. Cada uno ha de tener un modelo de negocio y business plan relacionado, para tener una horquilla de valoración que es el punto de partida para la negociación. En este caso también estamos introduciendo una componente de subjetividad más allá de la pura fórmula.

El método DCF se basa en la teoría de que estos flujos de caja sean ilimitados. En un caso real se elige un marco temporal de unos 5-10 años, hoy en día más cortos, y a partir de esta fecha se calcula un único valor residual. Este valor residual se calcula matemáticamente, pero con un componente importante de subjetividad a la hora de definir el factor de crecimiento que la empresa va a tener en el futuro.

A partir de la fórmula hemos visto como hay criterios subjetivos que finalmente participan de forma importante en la valoración, y transforman una simple fórmula en un proceso mucho más completo de lo que inicialmente parecía.

### 3.4. VALORACIÓN DE MARCAS

En la valoración de una empresa por descuento de flujos hay muchos conceptos que participan en obtener el VE final. Algunos de estos conceptos, los llamados *activos intangibles*, como las patentes o el *valor de marca*, no son tangibles, pero sí que tienen mucho peso en el resultado final.

El hecho de que existan estos intangibles es muy claro cuando en una operación de M&A, el precio de la operación es mayor al valor contable de la misma. Eso significa que hay algo que no aparece inicialmente en los balances y sí participa a la generación de ingresos de la compañía. A nivel contable este concepto es el fondo de comercio.

El peso y la importancia de la marca es evidente en una época de dificultades económicas como el actual, donde hay empresas de lujo, con un valor de marca altamente reconocido, que logran seguir incrementado sus ingresos y beneficios de forma muy importante.

La valoración de la marca es muy importante en algunas situaciones, como:

1. *Adquisición de empresas:* en todo lo que hemos comentado hasta ahora, de cara a la valoración de una empresa, es muy positivo poder concretar el valor de los activos intangibles, como por ejemplo el valor de la marca.
2. *Adquisición de marcas:* hacer que una marca creada desde cero este bien posicionada en el mercado es un trabajo que requiere normalmente mucho tiempo, esfuerzo y dinero, además el resultado es de difícil previsión. Así que en muchas ocasiones para las empresas es más ventajosa la compra de una marca, y no la creación. De aquí la necesidad de cuanto se tiene que pagar por dicha marca.
3. *Usar la marca para propósitos financiero:* Una buena marca puede utilizarse para obtener financiación, ya que la empresa relacionada se considerará más segura a la hora de dar un crédito. También la marca se puede utilizar directamente, como garantía para la obtención de la financiación.
4. *Licencias y franquicias:* En estos casos, la valoración de una marca es fundamental para saber las comisiones que los franquiciados han de pagar a la entidad central para el uso de la marca.

5. *Aportación no dineraria en especie*: en el caso de M&A la marca se puede utilizar como aportación de una de las empresas para poder cuantificar la participación final en la nueva entidad creada.
6. *Estrategia y gestión*: es información valiosa a la hora de la toma de decisión de aspectos relacionados con planificación estratégica de una casa.
7. *Estrategia corporativa tras M&A*: Saber calcular el valor real de una marca es indispensable para poder elegir estrategias empresariales post M&A acerca del uso de la marca o replazamiento de la misma. Ya que el valor de la marca hay que utilizarlo como variable de decisión junto a otros factores, como:
  - a. Ahorro de una única campaña de publicidad.
  - b. Ahorros en defensa legales de cara a tutelar la marca.
  - c. Gastos de publicidad a corto plazo para dar a conocer la unificación de dos marcas.

En línea con la ISO 10668 para una correcta valoración de marca hay que considerar, entre otros, los siguientes conceptos:

1. Transparencia.
2. Validez.
3. Fiabilidad.
4. Objetividad.
5. Parámetros financieros, de comportamiento y legales.

A partir de estas líneas guías se pueden seguir diferentes aproximaciones, como por ejemplo:

- *Prima de precios*: se basa en la valoración de una marca por el incremento de precio que se puede permitir en comparación con un producto o servicio de referencia, es decir uno similar pero sin marca o de marca blanca.
- *Prima de volumen*: se basa en la valoración de una marca por el incremento en volumen de venta que se puede permitir en comparación con un producto o servicio de referencia, es decir uno similar pero sin marca o de marca blanca.

- Reposición: se basa en calcular el esfuerzo económico necesario a nivel de marketing y promociones para obtener una marca con el mismo valor.

### 3.5. ADQUISICIÓN VS FUSIÓN

Es importante considerar como a nivel de valoración haya una diferencia importante entre adquisiciones y fusiones.

En el primer caso las principales actividades se centran en estimar el valor de la empresa, pero el cierre de la transacción y la negociación vierten sobre el precio final de compra, o venta según el punto de vista. En el caso de las fusiones, aunque se pase por la valoración de las empresas a fusionar, la negociación final apunta a ver el peso que cada una de las dos empresas tenga en la entidad final.

## 4. PROCESOS DE COMPRA/VENTA Y FUSIONES

Como ya se ha descrito a lo largo de este documento se pueden dar los siguientes escenarios a la hora de desempeñar operaciones de M&A:

- Compra o venta total, mayoritaria (>50) o minoritaria (< 50%) de una compañía.
- Compra o venta de unos activos o procesos productivos específicos de una empresa (carve out).
- Fusión entre diferentes compañías.

Estos diferentes escenarios siguen las mismas pautas a la hora de comprar o vender el negocio interesado.

En esta sección se describe con detalle las etapas que hay hasta el cierre de la operación y no se habla del después. No hay que olvidar que, independientemente de la calidad del proceso de compra o fusión, es indispensable tener bien planificadas las acciones a desempeñar tras la finalización de la transacción. El post merger/acquisition integration es fundamental para el éxito de la operación y para poder aprovechar todas las sinergias y oportunidades identificadas en las etapas anteriores.

### 4.1. VENTA

Dentro de un proceso de venta, que puede tardar hasta un año de tiempo, se pueden definir las siguientes etapas principales:

- Inicio y preparación.
- Contacto y ofertas.
- Cierre.

#### 4.1.1. INICIO Y PREPARACIÓN

En esta etapa se preparan las bases para la operación, así que es importante:

- *Definir la estrategia:* es la primera etapa del proceso y la compañía a vender ha de definir la aproximación general al proceso. Puede ser una

operación one-to-one, en que el objeto de la venta se ofrece a un único inversor, u ofrecer a un número más o menos restringido de posibles inversores.

- *Definición del precio de venta:* obtener el EV con los métodos que hemos definido a lo largo del documento, en la sección Métodos de valoración.
- Selección de los inversores: tras la definición de la estrategia hay que definir cuál son los posibles inversores. Esta estrategia puede cambiar en función de cuales sea el objeto de la venta y del grado de riesgo de la misma. Los posibles inversores son: industriales, financieros, fondos de infraestructuras, fondo de pensiones y family office.
- Elaboración de información necesaria a la venta: se provee información a los posibles inversores presentando la compañía. Normalmente se presenta inicialmente un “perfil ciego”, es decir que no hace referencia a la empresa, y con menos detalle. En un segundo momento se presenta lo que se llama infomemo, o cuaderno de venta, que contiene:
  - Historial de la compañía.
  - Estructura de la empresa.
  - Líneas de productos/servicios y principales actividades desarrolladas, con detalle de las diferentes geografías donde la empresa opera.
  - Presentación de sus clientes y principales competidores.
  - Proveedores.
  - Detalle de los recursos de la compañía, tanto a nivel de persona como materiales.
  - Información financiera.
  - Plan de negocio.
- Preparar información a los inversores: en esta última etapa ya se prepara la información completa para presentarla a los posibles inversores para que la puedan consultar. Existen dos aproximaciones:
  - Data Room: en esta opción al inversor que es libre de consultar la información que el vendedor provee, bien físicamente o de forma virtual (VDR).

- Vendor Due Diligence: en este caso el vendedor guía la información a proveer a los posibles compradores preparando una due diligence interna. Con esta opción se permite tener más control sobre el proceso y acceder a un número mayor de inversores, siendo más fácil para ellos analizar los datos.

Esta información que se ha ido preparando a lo largo de esta primera etapa se utiliza en las siguientes etapas, siendo la base para las siguientes tomas de decisiones.

#### 4.1.1.1. VIRTUAL DATA ROOM

Frente a métodos tradicionales, una virtual data room tiene algunas ventajas, especialmente a nivel de seguridad y control.

Algunas ventajas son:

- El vendedor puede controlar quién ve qué información y cuándo.
- Nivel de seguridad de la información confidencial consultada. Los sistemas permiten que la documentación se descargue con una marca de agua que contiene la información para identificar quien ha descargado el documento. Si el documento es indebidamente compartido con personas no autorizadas, se puede saber quién ha difundido el documento.
- La virtual data room actúa como un repositorio central, evitando que diferentes personas del inversor pidan el mismo material más de una vez, con el sobre-trabajo relacionado.
- El vendedor sabe lo que el inversor está buscando, pudiendo asegurarse de que se están evaluando de verdad la información y no solo pocos detalles.

#### 4.1.2. CONTACTO Y OFERTAS

En esta etapa se concretan los detalles de la operación con los potenciales inversores. El objetivo es seleccionar el mejor inversor para la venta del activo/compañía.

La etapa se divide en:

- *Contacto con los potenciales inversores*: Esta fase inicia con la presentación del perfil ciego a los potenciales inversores para testear los

que están verdaderamente interesados a la compra. Tras el análisis de esta información pasan a las siguientes fases solo los que demuestran interés para la operación. Tras unos temas técnicos y legales para la definición de las siguientes fases y los tiempos de la operación, se firma un acuerdo de confidencialidad, ya que a partir de este punto el posible inversor tiene acceso a información muy valiosa y confidencial.

Sobre la información contenida en el cuaderno de venta, los interesados han de presentar una oferta indicativa.

- **Análisis información:** El vendedor selecciona, sobre la base de la oferta indicativa, los potenciales inversores que pueden seguir en el proceso y consultar toda la información de la compañía, a través de la modalidad definida por la compañía, bien data room o vendor due diligence. Esta fase finaliza con una oferta vinculante por parte de los inversores.
- **Selección del inversor:** tras la información propuesta el vendedor selecciona el inversor final. Los dos factores claves en la toma de elección son el precio y las garantías contractuales presentadas por el comprador.

### 4.1.3. CIERRE

Al cierre de la operación participa un solo inversor. En esta fase se trabaja en las siguientes líneas:

- Definición del contrato a partir de la oferta vinculante.
- El inversor valida la información con una due diligence por su parte. El nivel de detalle cambia en función de la “calidad” de la información analizada a lo largo del proceso y de la existencia o no de una vendor due diligence.

Ha sido fundamental en las fases anteriores que la información fuera completa y coherente, ya que es la base para la due diligence del inversor. Si el inversor no logra tener toda la información necesaria en tiempo rápido, se alargan los tiempos de la due diligence y en consecuencia se alargan el tiempo de cierre de la operación. Especialmente desde el punto de vista de un inversor esto es negativo, ya que puede pasarse los tiempos de las cláusulas de exclusividad, y pueden entrar en el proceso nuevos competidores.



Tras la fase de negociación y el cierre del contrato de compra y venta se finaliza la transacción.

## 4.2. COMPRA

Tras la fase de preparación las etapas de una compra son simétricas a las de una venta, estando involucrados en el mismo proceso, así que de forma esquemática podemos decir que:

1. Inicio y preparación: El adquirente tiene la posibilidad de contestar a la petición de un vendedor, o bien generar sus propias oportunidades de adquisición, recubriendo un papel más activo.
2. Contacto y ofertas: tras consultar la información (perfil ciego) de la empresa/activo el adquirente presentar una oferta vinculantes.
3. Cierre: tras la definición del contrato, el adquirente valida el verdadero estado de la empresa objetivo due diligence y después la negociación se define el precio de venta y se finaliza la operación con la firma del contrato.

## 4.3. FUSIONES

El proceso de fusión sigue las mismas pautas descritas anteriormente. En este tipo de transacciones hay las siguientes peculiaridades:

- No se define un precio, sino “ecuaciones de canje”, es decir las acciones que las dos empresas se intercambian.
- Las due diligence se ejecutan en ambos bandos de la transacción.

## 4.4. VALORACIÓN DEL RIESGO

En un proceso de compra o fusiones hay un riesgo intrínseco en la inversión hecha, ya que hay muchos factores que pueden hacer que la operación no vaya como esperado o sea menos rentable, como por ejemplo:

- Un producto estrella por un cambio tecnológico o cultural pasa a ser un producto poco rentable en un plazo muy corto.
- Cambios de normativa.

- Ciclo económico menos positivos que reducen las ventas.
- Mercado abierto con altas posibilidades de tener nuevo competidores.

Este *riesgo en la operación se cuantifica a través la rentabilidad exigida a la operación*. Más rentabilidad exigimos a la operación y más bajo será lo que estamos dispuesto a pagar por una empresa, es decir que si exijo más rentabilidad a la empresa A que la B, pagare menos por A, aunque tengan la misma rentabilidad. Con referencia a la valoración de empresa por descuento de flujos, la rentabilidad que exigimos a la operación es la tasa de descuento que aplicamos, más es grande y más estamos exigiendo rentabilidad a la operación.

## 4.5. DUE DILIGENCE

Dentro las transacciones M&A tienen un papel fundamental las due diligence que se desempeñan para *analizar y verificar* todas la información necesaria a poder hacer con tranquilidad una correcta valoración del negocio objeto de la venta.

El mandatario de la due diligence puede ser tanto el que vende el negocio, como el que compra o en el caso de las fusiones, las diferentes entidades interesadas en la fusión.

Aunque se habla en general de due diligence, en realidad hay diferentes tipos, cada una con el objetivo de analizar y verificar una faceta diferente, por ejemplo:

- Due diligence de empleo.
- Due diligence jurídica.
- Due diligence fiscal.
- Due diligence de negocio.
- Due diligence operacional (IT incluida).

A través de los diferentes tipos de due diligence se quieren revisa, entre otros, los siguientes conceptos:

- cuenta de resultados, balance general y estado de flujos de cajas.
- Cuentas a pagar y cuentas a cobrar, con el detalle de las fechas.
- Planes de negocio y planes estratégicos.
- Calendario de pagos anticipados, ingresos diferidos y de los depósitos de garantía.

- Lista de todas las deudas y pasivos.
- Lista completa de los clientes, incluyendo información de contacto.
- Lista de todos los principales clientes perdidos.
- Las encuestas e informes de mercado.
- Planes de la campaña de marketing.
- Listado de los principales competidores de la empresa.
- Productos o servicios existentes, como los en fase de desarrollo. Por cada producto o servicio información adicional acerca de la calidad del producto (reclamaciones oficiales...) y los riesgos a futuro
- Relación entre cualquier producto o servicio con posibles cambios normativos.
- Los contratos o acuerdos con clientes y proveedores, ya sean formal o informal.
- Certificaciones de calidad.
- Aplicaciones SW, y detalle de gobernanza SI, con información acerca de licencias, versiones, mantenimientos, etc...
- Organigrama de toda la compañía.
- Listado de los empleados con información detallada de contacto, contractual, económica y operativa.
  - Para los empleados clave se suele dar información con más detalle y particulares.
- Los planes de compensación de ejecutivos, incluidos los salarios, primas, comisiones y vacaciones.
- Manual del empleado de la compañía, incluyendo todos los beneficios (planes de jubilación) de los empleados y las vacaciones, el tiempo libre y las políticas de gastos.
- Listado de todos los problemas de los empleados, incluyendo presunto despido injustificado, el acoso, la discriminación y los conflictos laborales.

Un aspecto importante a considerar desde el punto de vista del vendedor, que a veces es desestimado, es la carga de trabajo que genera internamente proveer la información al posible inversor de una forma satisfactoria.

El vendedor debe seguir trabajando como si no estuviera en el medio de una transacción de este tipo, y solamente decisiones muy críticas deberían ser compartidas con el inversor, por el impacto que pueden tener sobre el trabajo de análisis que se está desempeñando al mismo tiempo. Además durante la ejecución de la due diligence es importante controlar que personas se quieren contactar por parte del inversor, y el comprador no debería contactar ninguna persona del vendedor sin autorización previa. Esto es importante para que todas las actividades que normalmente se desempeñan en la compañía sigan sin impedimentos y que no se filtre información confidencial, con una posible disminución de la productividad.

## 5. FINANCIACIÓN DE M&A

A nivel de financiación la diferencia principal entre una fusión y una adquisición está en el eventual desembolso de efectivo, que en una fusión no existe.

### 5.1. FUSIONES

Aunque hayamos comentado que una fusión no contempla un desembolso de efectivo, sí que tiene un impacto importante sobre la estructura financiera de las dos empresas, en detalle el foco está en la revisión de los diferentes tipos de financiación que las dos entidades tienen.

De todas formas, aunque la fusión en sí no genere necesidad de liquidez, sí que a menudo la fusión es la primer etapa de una estrategia a largo plazo que seguramente necesitará más liquidez y de ahí nuevas formas de financiación, probablemente mayor que la de las entidades disjuntas

#### 5.1.1. ADQUIRIDA

Por la empresa adquirida existe la *cláusula “cambio de control”*. El objetivo de dichas cláusulas es tutelar al inversor en bonos y los acreedores de la deuda de la empresa, de tal forma que si la propiedad de la empresa cambia se tiene que saldar la deuda, debido al vencimiento anticipado de la misma. Esto pone a la nueva entidad en las condiciones de pagar toda la deuda existente o renegociar las condiciones de la misma.

De la misma forma, al no existir más la entidad legal, todos los contratos de financiación caducan anticipadamente, y también en este caso hay que amortizar anticipadamente la deuda o renegociarla.

#### 5.1.2. ADQUIRENTE

Desde el punto de vista de adquirente hay que considerar que al englobar una nueva entidad los ratios financieros cambian, en virtud de los activos y pasivos de la entidad adquirida.

El *cambio de los ratios financieros* (ejemplo: deuda/EBITDA) puede hacer que los contratos de financiación de la empresa incurran en un *vencimiento anticipado*, por la existencia de cláusulas a tutela del acreedor financiero basada en el cumplir algunos ratios financiero, índice de buena salud de la empresa.

## 5.2. ADQUISICIONES

En este caso hay que inicialmente dividir en dos categorías:

- Oferta privada de adquisición
- Oferta pública de adquisición (OPA). Es obligatorio presentar una OPA cuando se alcanza una participación del 30% o más en la empresa objeto de la compra.

En una *oferta privada de adquisición* no hay vínculos de cara al tipo de financiación que se tiene que utilizar, y está sujeto al acuerdo entre la partes. De todas formas por la empresa inversora se suele utilizar financiamiento a largo plazo.

En el caso de una *OPA* hay que seguir unos pasos prestablecido y controlados por la CNMV. Los pasos a seguir son:

- Detalle de las motivaciones de la OPA, con aval bancario para cubrir el 100% de las obligaciones económicas originadas por la oferta.
- Suspensión del valor sujeto a la compra por parte del CNMV.
- Verifica por parte de la CNMV que las condiciones de las ofertas estén bien. Una vez que se haya verificado la información, vuelve a cotizar la acción.
- Estudio por parte de la CNMV para aceptar la OPA.
- Empieza el plazo temporal en que los accionistas interesados por la OPA han de manifestar su interés o no a la misma.
- Tras el fin del plazo temporal por la aceptación de la OPA, el inversor deberá hacer frente al pago de todos los accionistas que hayan aceptado la propuesta de compra.

Frente a la necesidad de liquidez para la compra, independientemente de que sea OPA o no, se abren diferentes escenarios posibles para la financiación.

### 5.2.1. FINANCIACIONES POSIBLES

En esta sección se detallan las dos aproximaciones principales:

1. *Préstamo puente*: en este caso se está buscando una financiación a corto plazo para hacer frente a las necesidades temporales originadas por la necesidad de liquidez. Este tipo de financiación se utiliza muchos en los casos en que por vínculos temporales no es posible organizar y estructurar una financiación a largo plazo.

En este modelo es necesario tener ya estructurada y acordada una fórmula de refinanciación de la deuda en una modalidad a largo plazo, o cierre de la misma. Las posibles modalidades son

- a. Ampliación de capital: en este caso se cierra el préstamo puente a través la emisión de nuevo capital. En esta modalidad la entidad financiadora suele estudiar anteriormente las posibilidades y los potenciales de un aumento de capital, para minimizar su riesgo. Esta aproximación es escasamente utilizada.
  - b. Financiación a largo plazo: Pasar a una modalidad a largo plazo.
  - c. Venta de activos: La necesidad de liquidez se satisface a través la venta de activo. Dentro el panorama español, ha sido una aproximación muy común a lo largo del boom inmobiliario, donde activos no clave por el negocio, tenían un alto valor financiero.
2. *Financiación a largo plazo*: en esta categoría genérica se pueden considerar muchos tipos diferentes de financiación, algunas aproximaciones son:
    - a. Deuda a largo plazo.
    - b. Bonos: en esta categoría entran tanto los bonos con rating y los sin rating.
    - c. Bonos convertibles.

Cuando se habla de este tipo de operaciones es importante evaluar si se financia con recurso o sin recursos.

En el primer caso nos referimos a una deuda con garantía, aportada por el accionista de la compañía a financiar, en el segundo caso falta la garantía de los propietarios de la entidad a financiar. Es evidente como la segunda aproximación tenga un riesgo mucho más elevado para el

acreedor financiero, así que resulta más cara para quien busca la financiación y además está vinculada a unos “covenants”, es decir limitaciones operativas y vínculos de respetar algunos rating financieros.

### **5.2.2. GARANTÍAS**

Frente a una financiación, a menudo el inversor ha de presentar garantías, las principales son:

1. Pignoración de acciones del inversor.
2. Promesa de pignoración de las acciones de la compañía resultante.
3. Promesa de hipoteca de los activos resultantes
4. Incentivo de fusión
5. Cesiones de garantías.

Por otro lado una financiación sin recursos está siempre vinculada a respetar algunos ratios financieros impuestos por el contrato. También se suelen definir cláusulas que fijan unos vínculos a la gestión de la empresa, como puede ser:

1. limitación de venta de activo.
2. limitaciones de reparto de dividendos.



## 6. CASO IAG

Para revisar y ver en un caso práctico los conceptos que se han detallado a lo largo del documento, vamos a revisar una importante fusión, la entre British Airways e Iberia, que ha dado origen a partir del enero 2011 al nuevo grupo empresarial *International Airlines Group*.

### 6.1. ESCENARIO

El mercado de las aerolíneas es un mercado fuertemente maduro y que ha visto a lo largo de las últimas décadas incrementar ampliamente los números de competidores, bien por efectos de la globalización bien por la entrada en el mercado de numerosas compañías a bajo coste. Las *compañías aérea principales* han respondido al aumento de competitividad buscando *sinergias con otras compañías* a diferentes niveles, bien a través fusiones empresariales, bien a través sinergias operacionales (code sharing).

Algunos ejemplos muy significativos son la existencia de conglomerado de compañías aéreas para ofrecer a los clientes productos siempre más sofisticados y completos, al momento actual existen, por orden de importancia: Star Alliance, Sky Team y Oneworld. Junto a las alianzas entre compañías para la mejora del servicio hacia el cliente, se ha asistido a fusiones propiamente dichas, como es el caso de Air France – KLM.

Este tipo de operaciones suelen ser beneficiosa tanto para los viajeros y los empleados de la aerolínea, tema que facilita el post-merge integration, y así la decisión de iniciar una fusión.

De forma común, los factores que hay que considerar en este tipo de operaciones son:

- Geografía de las operaciones de la compañía.
- Servicios e imagen.
- Relaciones de la compañía objetivo con otras compañías.

### 6.1.1. SITUACIÓN DE PARTIDA

Por un lado hay British Airways es, como dice el mismo nombre, una firma del Reino Unido dedicada al transporte aéreo, conocidas en el sector por su servicio de clase mundial.

La compañía fue fundada en el 1971, tras el resultado de la fusión entre BOAC (British Overseas Airways Corporation) y BEA (British European Airways).

Su sede principal está ubicada cerca al aeropuerto de Heathrow, y al momento de la fusión British Airways era la línea aérea más grande del reino unido en cuanto a número de aviones en su flota, vuelos y destinos internacionales, aunque por número de pasajeros es segunda detrás de Easy Jet.

Por otro lado hay la aerolínea de bandera de España, Iberia. Compañía más grande del país en el sector y la 4 de Europa, y que cotizaba en el IBEX 35.

La compañía se fundó en el 1927, y desde entonces opera exitosamente su negocio en tres dimensiones:

1. Transporte de pasajeros y carga.
2. El mantenimiento de aeronaves.
3. Servicios de handling en los aeropuertos

### 6.1.2. PROBLEMÁTICAS

Antes de la fusión las dos compañías estaban viviendo un periodo difícil. Si estas problemáticas se pueden seguramente enlazar a la crisis, no se puede considerar la única motivación.

En el caso de *BA*, a nivel de rutas internacionales la crisis económica ha afectado especialmente las existentes con Estados Unidos y Canadá, que representaba una parte importante de los beneficio de la compañía. Por otro lado, a nivel de rutas nacionales, el Reino Unido e Irlanda ha sido a nivel europeo el origen de las compañías bajo coste, como EasyJet y Ryanair que han hecho perder muchísimos volúmenes y beneficio en el mercado nacional o de corto recorrido.

Hablando de la situación de *BA* hay también que considerar la herencia típica de una compañía estatal, y como a menudo pasa, su escasa competitividad. Después 20 años todavía hay problemas debido a conflictos laborales originados

por políticas de reducción de personal de tierra y aire, a lado de una presión salarial importante sobre los trabajadores. Eso tiene muchas repercusiones que tienen sobre la operativa diaria de la compañía en términos de huelgas y bloqueos. Relacionado con el personal de más antigüedad, existe también otro nudo importante para BA, el tema de las aportaciones a planes pensiones privados, beneficio de los empleados.

Para dar idea de la profundidad de la crisis, British Airways reportó una disminución del 20 % en los ingresos en un periodo de 6 meses a lo largo del 2009, que significa una disminución de unos 4.000 millones de libras, es decir unos 4.950 millones de euros al cambio actual, con una previsión de pérdida de unos 400 millones de libras a lo largo del 2010 (en realidad las pérdidas del grupo IAG en el 2010 fueron de unos 240 millones de libras).

Por su parte *Iberia* ha, como todas las compañías del sector, visto reducir los volúmenes de su negocio y las tarifas a utilizar. Además Iberia ha de afrontar la problemática de su Hub principal en Madrid (Barajas), que está ampliamente infrautilizado con los efectos negativos fácilmente imaginables en términos de optimización de sinergias y costes.

A nivel nacional la compañía de bandera española debía hacer frente a la fuerte concurrencia de los trenes de alta velocidad, además que la concurrencia de las líneas aérea de bajo coste, como ya es para todas las principales compañías europeas.

A nivel económico a lo largo del 2009 la compañía registró una pérdida neta por 79 millones de euros.

## 6.2. FUSIÓN

Como muchas operaciones de este tipo el proceso hacia la fusión real, ha sido gradual. De hecho desde el 2003 las dos compañías tenían vuelos en code sharing, y unos pocos años antes, en el 1998, BA compró el 13% de las acciones de Iberia.

En un segundo momento, en el 2008, se lanzó un primer intento de fusión entre las dos compañías, esta primera operación no se llegó a concretar por los

problemas relacionados con el pasivo de BA inherente los fondos de pensiones de sus trabajadores, basados en un modelo de prestación definida.

En detalle BA tenía dos fondos de pensiones, APS y NAPS, diferentes por el marco temporal de referencia, ya que el NAPS es el nuevo Airway Pension Scheme.

Debido a la importancia del pasivo relacionado con estos fondos, BA todavía en el 2013 emprendía acciones legales contra la gestoría del fondo, tras no alcanzar un acuerdo sobre la política de aportaciones y ajuste al IPC, mientras que por otro lado había acuerdos para rescindir la fusión por parte de Iberia si no se alcanzaban algunos ratios financiero relacionados con el fondo.

La fusión entre las dos compañías parecía, cuando fue inicialmente planteada, una óptima combinación de cara a las posibles sinergias y el desarrollo de un plan de negocio conjunto. De todas formas tras el pasar de los años, y el agudizarse la crisis, llego a parecer más un mutuo rescate que otro tipo de estrategia, según el principio aplicado muchas veces, según el cual dos compañías en crisis puedan generar una nueva compañía rentable y sostenible.

Finalmente en el *2010*, tras las dudas debidas a la situación económica de las dos empresas, *se llegó a la fusión* de las dos entidades, a través la constitución de única empresa matriz, IAG. El patrimonio de esta nueva entidad pertenecía en un 55% a British Airways, mientras que el restante 45% pertenecía a Iberia.

Este acuerdo creo una empresa de unos 25 millones de facturado, 419 aviones y más de 200 destinos, que en el último año financiero previo a la fusión alcanzo una cifra de negocio de 15 mil millones de euros.

La nueva compañía aérea se posicionaba en tercera posición a nivel europeo y en sexta posición a nivel mundial, en una clasificación por ingresos.

### **6.2.1. SINERGIAS**

A lo largo del proceso de fusión las aerolíneas consideraron que se pudieron alcanzar sinergias tras la transacción de unos 400 millones de euro anuales.

Sin entrar en el detalle de los números, sí que se pueden identificar algunas líneas clara de actuación:

- **IT:** estrategia tecnológica conjunta. Eso en el 2013 se ha basado en (Fuente Informe y cuentas anuales 2013):
  - Estandarización de servidores.
  - Desmantelamiento de infraestructura heredada.
  - Solución de comunicación conjunta para 58.000 empleados del Grupo, que permita a la plantilla colaborar prácticamente en cualquier momento y en cualquier parte del mundo.
  - Recorte del gasto en servicios de terceros mediante la armonización de contratos y el aprovechamiento del tamaño del Grupo
  - Reducción de los equipos.
- **Compras:** unificación de la central de compra. Es en el 2013 se ha basado en (Fuente Informe y cuentas anuales 2013):
  - Contrato conjunto con los proveedores de sistemas globales de distribución (GDS).
  - Agencia de medios única.
  - Contenidos del sistema de entretenimiento a bordo: contrato licitado y adjudicado en 2013.
  - Contratos conjuntos en aeropuertos en los que las Compañías del Grupo operan de manera conjunta, primordialmente en Suiza, Italia, Bélgica y Holanda
  - Ahorros en seguros de aviones.
- Servicio globales: unificación de los servicios globales.
- **Cargo:** Creación de una única marca comercial, IAG Cargo, para el tema cargo, con relativos ahorro de costes en término de promoción de marca. Por otro lado, a nivel de transporte pasajeros, se quedaron las dos marcas.
- **Geografías:** Optimización de las diferentes geografías entre las dos compañías. Iberia siempre ha sido caracterizada por una fuerte presencia en latino américa, mientras que BA era especialmente fuerte en el mercado anglo sajón.

### 6.3. RESULTADOS

Tras la fusión, aunque parecía un claro ejemplo de fusión entre empresas destinada al fracaso o por lo menos escaso éxito, los *resultados han sido buenos* y en el 2013 los ingresos alcanzaron los 18.675 millones de euros con unos beneficios operativos de 770 millones de euros y un beneficio después de impuestos del ejercicio de 147 millones de euro, esto en un escenario de continuo aumento de competitividad y erosión de los márgenes como es el transporte aéreo.

Otro símbolo del crecimiento de la compañía es el continuo aumento de la flota de aviones de IAG (aunque Iberia ha disminuido y BA ha aumentado) para seguir suportando las peticiones de clientes sobre las rutas más rentables. Este continuo aumento de la flota ha sido, bajo el punto de vista del balance, en el aumento continuo de los inmovilizados materiales, y el correspondiente aumento de los fondos propios (aumento de capital), mientras que la deuda financiera de la compañía, tanto a corto como a largo plazo, se ha quedado estable a lo largo de estos años.

Si bien antes que la fusión Iberia era la compañía más sólida entre las dos, y habías condiciones a tutela de Iberia en el caso BA no hubiera respetado los acuerdos, tras la fusión la posición de Iberia se ha ido deteriorando arrastrada por la prolongada crisis que ha afectado España. Así que tras la fusión BA ha siempre obtenido mejores resultados que la compañía española, de hecho por parte inglesa se ha llegado a cuestionar la bondad de la operación.

Las sinergias que hemos detallado han permitido de forma progresiva reducir los costes unitarios relacionados con asientos kilómetro ofertados (AKO) a lo largo del último trienio, obteniendo un resultado final de -4.5%. Esta unidad de medida no tiene en cuenta el coste del petróleo, que es una variable muy importante para una compañía aérea, y no es un buen indicador de la gestión operativa de la compañía. De hecho en el coste del carburante ha pasado de ser un 30% (sobre los ingresos) de los costes de la compañía en el 2011 a un 36% en el 2013.

En la política de consolidación y de fusión el grupo IAG compro en el 2013 a Vueling para ampliar todavía más su red comercial.



En esta misma línea IAG sigue buscando posible cooperaciones con el grupo American Airlines y US Airways, y por otro lado en este momento IAG estudia entrar en el capital de Japan Airlines.

## 7. MODELO PYMES

Tras haber analizado la importancia de este proceso en el mundo actual y haber visto los muchos aspectos a considerar y riesgo de la operación, quiero definir una herramienta de fácil uso enfocado a un posible inversor/adquirentes en el mundo de las PYMES.

El modelo presentado tiene el objetivo de poder facilitar la toma de decisiones y la evaluación de una eventual adquisición para aquellas entidades que no pueden permitirse los elevados costes para asegurarse los servicios de un tercero a lo largo de toda la transacción.

### 7.1. MODELO

Finalmente el resultado es una hoja Excel constituida por dos apartados/etapas:

- *Evaluación ex ante*: Esta primera parte del modelo sirve para plantearse la necesidad de una operación de M&A. Esta parte del modelo se basa principalmente en la identificación de necesidades de la empresa desde un punto de vista de negocio y estratégico. Estas necesidades están muy relacionadas con las motivaciones detalladas en la sección “*Motivos*”.

Si hay alguna necesidad, el interesado se tiene que plantear si es posible cubrir esta necesidad internamente y, si eso fuera posible, el coste de que llevaría y el marco temporal de actuación.

De otra forma si no se puede cubrir esta necesidad internamente hay que ver qué tipo de empresa podría ser el objetivo para la operación de M&A y como se podría financiar la operación.

*Resultado*: se da una indicación de si puede ser necesario hacer una operación de M&A, las respuestas posibles son:

1. No: no hay los presupuestos para una operación de este tipo.
2. Valorar: es aconsejable valorar una operación de este tipo.
3. Probablemente no: es desaconsejado probar una operación de este tipo, de todas formas se puede valorar.
4. Valorar fusión: es aconsejable valorar la posibilidades de una fusión.



- *Preflight checklist*: Una serie de conceptos (sección “*Conceptos*”) que se tienen que haber obtenido por la empresa objetivo de la compra, o de un activo de la empresa. De forma más o menos directa estos son los conceptos que participan en la valoración final.

Cada concepto a considerar tendrá un peso asociado, existen las siguientes categorías:

- Bajo: es información de complemento que opcionalmente se puede haber recogido.

Peso: 1.

- Medio: estos conceptos aportan un nivel de detalle adicional, la mayoría de los conceptos están categorizado con este nivel.

Peso: 3.

- Alto: es información importante que puede afectar considerablemente el futuro de la nueva entidad que se vaya a constituir.

Peso: 4.

- Mandatorio: estos son conceptos imprescindibles, que no se pueden no haber considerado. En el caso de que no se hayan tenido en cuenta, el resultado será un “NO GO”.

Peso: aconseja no seguir adelante.

*Resultado*: En función de los conceptos que se hayan considerado se aconseja con un valor porcentaje sí se puede seguir adelante col proceso o si es mejor no hacerlo, porque no se tiene la información necesaria para una operación de este tipo.

- *Evaluación inicial*: Un cuestionario acerca de diferentes aspectos clave de la empresa/activo objeto con el objetivo de obtener una valoración indicativa.

Cada respuesta tiene un peso diferente y diferentes posibilidades de respuesta.

*Resultado*: Se obtiene una evaluación indicativa en 4 niveles:

- Fuertemente desaconsejado.
- Desaconsejado.
- Aconsejado.
- Fuertemente aconsejado.

## 7.2. CONCEPTOS

### 7.2.1. EVALUACIÓN EX ANTE

Se han organizado las diferentes causas que pueden motivar una operación de M&A en diferentes categorías:

Identificación de necesidad	
Ventas	Aumentar los volúmenes de venta Aumentar el abanico de productos para poder segmentar i disminuir el riesgo Tener más canales de venta, más llegada a los clientes
Coste	Reducir el coste de la compra de material Optimizar costes departamento transversales
I+D+i	Lanzar nuevos productos al mercado Mejorar los productos existentes
Personal	Adquirir nuevas competencias Tener más visibilidad a la hora de reclutar
Financiación	Tener más liquidez (Mejora del NOF) Acceder a más posibilidades de financiación.

Tras tener una justa causa/motivación para seguir con el proceso se plantean las dos posibilidades: recursos interno o M&A. Para eso se propone las siguientes preguntas:

Alcanzarla internamente	Respuesta
¿Se puede alcanzar internamente?	No
¿Cumple con el marco temporal del plan de negocio?	No
¿Hay recursos internos o es viable financiar la operación?	No
M&A	Respuesta
¿Hay posibilidades de M&A?	No
¿Hay recursos internos o es viable financiar la operación?	No

### 7.2.2. PREFLIGHT CHECKLIST

Los diferentes conceptos se han organizado en 4 macro categorías.

1. *Financieros*: Con mucha probabilidad tener información de carácter financiero y su revisión es lo más importante dentro de una due diligence. Con las actividades incluidas en esta categoría el comprador quiere analizar las políticas contables del vendedor: los activos y los pasivos, amortización y métodos de amortización, métodos de financiación, cuentas resultados (EBITDA y EBT), los flujos de caja...

En esta categoría entran también los temas relacionados con impuestos y tasas. En detalle el listado de concepto es:

Tasas	Impuestos estatales y locales, así como los eventuales impuestos en el extranjero. Detalle de los impuestos de ventas. Detalle de los Impuestos (Seguridad Social, ...) relacionados con el personal. Detalle de los impuestos sobre los bienes muebles e inmuebles. Detalle de eventuales privilegios fiscales.
Detalle de los financiamientos	Financiamientos a corto plazo y a largo plazo Calendario y detalles de las deudas y de los impagos existentes en virtud de acuerdos de crédito. Listado de todos los acuerdos de seguridad, contratos de prenda, hipotecas u otros acuerdos donde una tercera entidad tiene derecho sobre los activos de la empresa objetivos.
Lista de cuenta bancarias	Listado de todas las cuentas bancarias y cajas de seguridad, incluyendo las firmas autorizadas.
Balance Último Año	N/A
Balance Años Anteriores	N/A
Cuenta resultados	N/A
Cuenta resultados por Servicio/Producto	Detalle de la cuenta de resultados por cada uno de los producto/servicio que se hayan identificado.
Activos fijos	Listado de todos los activos fijos, separado por los de propiedad y los arrendado. Por cada activo: una descripción básica, fecha de adquisición, precio de compra original, año de depreciación, amortización acumulada, valor neto en libros y ubicación del mismo. Listado de las ventas y compras de los activos más importante. Listado de los saldos pendientes de pago y los compromisos de compra. Listado de los excedentes o equipo inactivo y valor de los mismos. Matriculaciones de automóviles.
Salidas	Detalle de los gastos devengados a partir de la más cercanos hasta los más lejanos. Los contratos con los proveedores y/o las descripciones de todos los acuerdos marcos con los proveedores más importantes.
Entradas	Detalle de los ingresos diferidos a partir de lo más cercano hasta los más lejanos.

2. **Estratégico y Marketing:** Esta categoría, con las otras siguientes, permite identificar el potencial de negocio de la empresa en el futuro. En este apartado el foco está en los planes de negocio actuales los competidores y los clientes. En detalle el listado de concepto es:

Información de Marketing	Lista completa de los clientes. Por cada cliente: nombre, dirección, número de teléfono y datos de contacto. Listado de todos los principales clientes perdidos. Listado de las órdenes abiertas y copias de todos los contratos de suministro o de servicios. Las encuestas (NPS) y los informes de investigación de mercado. Planes de marketing, presupuestos y materiales físicos para marketing.
Plan de negocio	Plan de negocio por cada línea de servicio o general de la empresa.
Lista de competidores	Lista completa de los competidores. Por cada uno: detalle de la geográfica o producto/servicio en que compiten, clientes comunes y eventual benchmarking entre la empresa objetivo y el competidor.

3. **Operacional:** Con esta categoría se revisan los aspectos más operacionales de la compañía. Así que se revisan conceptos como certificaciones, las instalaciones y su distribución geográfica, IT y su infraestructura e información de los proveedores. En detalle el listado de concepto es:

Lista de productos servicios	Lista detallada de todos lo productos y servicio ofrecidos por la empresa.
IT	Plan estratégico de IT, licencias SW, previsiones de compra de nuevos SW, fecha de caducidad de eventuales mantenimientos y/o soportes y detalle de todos los activos de IT.
Logística	De distribución y de almacenes
Detalle de certificaciones de calidad y propiedad intelectual	Listado de todas las patentes, marcas, nombres comerciales y derechos de autor . Listado de los dominios internet registrados. Resumen de todas las reclamaciones por o en contra de la empresa sobre aspecto relacionado con la propiedad intelectual.
Inmuebles e instalaciones	Listado de todas las sedes de la empresa. Listado de todos los bienes inmuebles propios o alquilados, incluyendo la localización. Listado de eventuales construcción en curso y pendientes de finalizar. Para cada una: fecha comenzado, fecha prevista de finalización, y eventuales compromisos financieros adicionales para completar la obra.
Geográficas de la compañía	Listado de las geografías en las que la empresa está operando. Listado de las geografías en que la empresa tiene derecho para operar.
Medioambiente	Detalle de los informes de inspección en relación con cualquiera de las propiedades de la empresa. Detalle de reclamaciones o documentos similares enviado por otras autoridades regulatorias locales o estatales. Detalle de los informes externos sobre el cumplimiento de las normas de eliminación de residuos. Lista de sustancias peligrosas (Ejemplo: el amianto, los PCB, productos derivados del petróleo, herbicidas, pesticidas o materiales radiactivos utilizados en las operaciones de la compañía) Listado y descripción de las causas penales ambientales o investigaciones Detalle de los programas de salud y seguridad en el trabajo actualmente en vigor.
Lista de proveedores	Listado de todos los bufetes de abogados, empresas de contabilidad, empresas de consultoría y profesionales similares contratados por la empresa. Listado de los principales proveedores y volúmenes de compra por cada uno.

4. *Recursos Humanos:* En una empresa moderna no se puede no tener en cuenta la plantilla. Así que por un lado se tendrá tener información de aspecto más financiero (retribuciones flexibles, planes de pensiones, masa salarial...) y por otro lado será importante revisar aspectos como a cultura de empresa y los perfiles clave de la misma, no solo directivos. En detalle el listado de concepto es:

Organigrama Empresa	N/A
Esquema retributivos empleados	Listado de los p beneficios para empleados y pólizas de seguros. Detalle de los planes de jubilación para los empleados. Detalle de los planes de compensación de los cargos más importante: incluidos los salarios, primas, comisiones, vacaciones y de más detalle.
Detalle plantilla	Listado de los empleados con los detalles de la fecha de contratación, posición, descripción del trabajo y salario. Detalle de los empleados claves. Listado de todos los problemas de los empleados (ejemplos: presunto despido injustificado, el acoso, la discriminación y los conflictos laborales)

### 7.2.3. VALORACIÓN

Este último apartado se organiza en las mismas macro categorías de la sección anterior:

5. *Financieros:*

<b>Tasas</b>	Hay impuesto pendiente de pagar o por lo contrario hay créditos fiscales? Existen sanciones por impuestos no pagados pendientes de liquidar?
<b>Financiaciones</b>	Hay financiaciones que hay que renegociar a corto plazo? Hay otras situaciones de deuda (hipotecas, contrato de prenda) que hay que saldar a corto plazo y se necesita liquidez? En el caso de las hipotecas, ¿se trata de activos involucrados en la generación de valor de la empresa?
<b>Lista de cuenta bancarias</b>	¿Hay eventuales problemas de firmas para manejar las cuentas bancarias existentes?
<b>Balances</b>	El balance demuestra el buen estado de la empresa, o por la evolución de los balances se denota algún parámetro o ratio (Ejemplo: Rentabilidad económica = EBT/Activos Total, Apalancamiento = Activos/Passivos financieros) desajustado o que se está deteriorando (Ejemplo: deuda creciendo tanto a corto como a largo plazo, EBT disminuyendo)
<b>Cuenta resultados por Servicio/Producto</b>	¿La cuenta resultado demuestra buena rentabilidad de los diferentes productos/servicio se denotan desajuste en su análisis? (Ejemplos: costes fijos muy altos)
<b>Activos fijos</b>	¿Hay activos duplicados o en exceso a partir de la fusión que se puedan liquidar? ¿Hay activos calves por la operativa/negocio con todavía muchos saldos pendientes de pago? ¿Hay riesgo de impago?
<b>Salidas</b>	¿Hay contrato marcos con proveedores con situaciones o compromisos desventajosos? (Ejemplo: por el marco temporal, por el precio) ¿Hay gastos importantes que caducan a muy corto plazo?
<b>Entradas</b>	¿Hay ingresos importantes a corto plazo?

## 6. Estrategia y marketing:

<b>Información de Marketing</b>	¿Qué opiniones tienen los clientes de la empresa/producto/servicio? ¿Los clientes de la empresa permiten la venta de los servicios/productos de la empresa compradora y ganar cuotas de mercado en alguna dimensión (geográfica, producto, target) o por lo contrario se puede generar canibalismo entre los dos productos? ¿Hay compromiso de marketing a largo plazo que no aportan a la nueva visión? ¿La marca de la empresa es reconocida a algún nivel?
<b>Lista de competidores</b>	¿Hay competidores comunes? ¿La operación pone en desventaja algún competidor? ¿Hay competidores de la empresa objetivo que son partners de la entidad compradora y se pueden generar conflictos?

## 7. Operacional:

<b>Lista de productos servicios</b>	¿Cómo se integran la totalidad de los productos/servicios de las dos empresas? ¿Hay canibalismo? ¿Hay posibles sinergias a nivel de marca?
<b>IT</b>	¿Cómo se integran los sistemas IT de las nuevas entidades? ¿Hay posibles ahorro de costes? ¿Es difícil la integración de las dos entidades desde un punto de vista IT? ¿Es posible tener un sistema financiero común en un plazo corto?
<b>Logística</b>	¿La eventual estructura logística de la empresa objetivo como se integra con la existentes? ¿Hay posibles sinergias a nivel de geografía? ¿Hay duplicaciones con ahorro de costes o las duplicaciones generar un sobre coste?
<b>Detalle de certificaciones de calidad y propiedad intelectual</b>	¿Hay sinergias posibles por el uso de patentes/marcas/derecho de autor de la nueva entidad? ¿Hay casusas contra la entidad objetivo por la violación de alguna ley del derecho de autor? ¿Hay certificaciones que permitan aumentar el negocio en sectores donde al momento no era posible operar?
<b>Inmuebles e instalaciones</b>	¿Hay posibles sinergias derivado de las nuevas entidades? ¿Se puede generar un eventual ahorro de coste?
<b>Geográficas de la compañía</b>	¿Las geografías en que operan las dos entidades se integran o se solapan? ¿La empresa objetivo da derecho a operar en geografías donde actualmente no se podía operar?
<b>Medioambiente</b>	¿La empresa cumple la normativa vigente? ¿Hay posibles costes de actualización de instalaciones/procedimientos/etc para que la nueva compañía pueda seguir operando? ¿Alguna certificación da derecho a operar en mercados/geografías donde antes no se podía?
<b>Lista de proveedores</b>	¿Hay sinergias posibles con los proveedores o no se puede optimizar la economía de escala? ¿Hay contratos de aprovisionamiento con condiciones muy ventajosas que caducan a corto plazo y es difícil conservar las condiciones actuales?

## 8. Recursos Humanos:

<b>Organigrama Empresa</b>	¿Sinergias posibles en algún rol clave tanto a nivel de duplicidad y ahorro de coste, como aportación a la nueva entidad?
<b>Esquema retributivos empleados</b>	¿Hay riesgos para la empresa por las condiciones retributivas del nuevo sujeto? ¿Hay condiciones más favorable (flexibilidad, etc...) que se pueden aplicar a los nuevos trabajadores de la nueva empresa?
<b>Detalle plantilla</b>	¿Hay exuberancia de plantillas? ¿Hay posibles sinergias y empleados claves de la nueva entidad que puede aportar en productos/servicios/actividades de la empresa compradora? ¿Hay casusas abiertas por empleados? ¿Se identifica una posible aversidad al cambio o la gestión de la transacción parece ser fluida?

## 8. ANEXOS

### 8.1. GLOSARIO

*BA*: British Airways

*CFL*: Cash Flow Libre

*CNMV*: Comisión Nacional del Mercado de Valores

*DCF*: Discounted Cash Flow

*DR*: Data Room

*EBITDA*: Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization

*EBIT*: Earnings Before Interest and Tax

*EBT*: Earnings Before Tax

*EVA*: Earned Value Aggregated

*FCF*: Free Cash Flow

*IAG*: International Airlines Group

*IOI*: Indication Of Interest

*LOI*: Letter Of Intent

*OPA*: Oferta Pública de Adquisición

*VE*: Valor Empresa

*VP*: Valor Patrimonial

*VPA*: Valor Patrimonial Ajustado

*VL*: Valor Liquidativo

*VAN*: Valor Actual Neto

*VDR*: Virtual Data Room

*VSN*: Valor Sustancial Neto

*WACC*: Weighted Average Capital Cost

### 8.2. ETAPAS DE UN PROCESO DE M&A

Fases esquemáticas de un proceso de fusión:

- *Compilar una lista de objetivos*: Rellenar la lista de posibles objetivos o compradores, entre los cuales elegir.

- *Contactar los interesados*: contactar la empresa objetivo o el comprador para entender el nivel de interés genérico de la otra parte y validar, de forma preliminar, si tiene sentido seguir adelante.
- *Enviar/recibir el “perfil ciego”*: información genérica acerca de la empresa objetivo de la compra, como hemos visto es un documento anónimo.
- *Firmar un acuerdo de confidencialidad*: Ambas partes se comprometen a mantener las discusiones y el material proporcionado confidencial.
- *Enviar/revisar el memorando de información confidencial*: Se presenta información por parte del vendedor (Data Room) con la información acerca de la compañía/activo objetivo.
- *Enviar/solicitar una indicación de interés (IOI)*: El inversor hace una primera propuesta, normalmente en esta fase no hay un precio de venta fijo, sino un rango.
- *Llevar a cabo reuniones de gestión*: Tras una fase intermedia de reuniones el vendedor selecciona el inversor más adecuado.
- *Solicitar o presentar una carta de intención (LOI)*: Basado en el material presentado hasta el momento, el comprador (único) presenta una oferta vinculante con precio.
- *Llevar a cabo la due diligence*: En esta fase el inversor hace su due diligence para confirmar que todo lo comentado hasta el momento por el vendedor, es cierto.
- *Escribir el acuerdo de compra*: Las dos partes definen un contrato de compra/venta sobre las bases de la carta de intención, se define el precio de la operación.
- *Cerrar el trato*: Finalización de la operación, con todas las firmas necesarias a finalizar la compra/venta.



## 8.3. HERRAMIENTA PYMES

### 8.3.1. TOMA DE DECISIÓN

Toma de decisión		
	Identificación de necesidad	Respuesta
Ventas	Aumentar los volúmenes de venta	No
	Aumentar el abanico de productos para poder segmentar i disminuir el riesgo	No
	Tener más canales de venta, más llegada a los clientes	No
Coste	Reducir el coste de la compra de material	No
	Optimizar costes departamento trasversales	No
I+D+i	Lanzar nuevos productos al mercado	No
	Mejorar los productos existentes	No
Personal	Adquirir nuevas competencias	No
	Tener más visibilidad a la hora de reclutar	No
Financiación	Tener más liquidez (Mejora del NOF)	No
	Acceder a más posibilidades de financiación.	No
Alcanzarla internamente		Respuesta
¿Se puede alcanzar internamente?		No
¿Cumple con el marco temporal del plan de negocio?		No
¿Hay recursos internos o es viable financiar la operación?		No
M&A		Respuesta
¿Hay posibilidades de M&A?		No
¿Hay recursos internos o es viable financiar la operación?		No
<b>Resultado</b>		<b>No</b>

### 8.3.2. CHECKLIST

Categoría	Concepto	Descripción	Contemplado
Financieros	<b>Tasas</b>	Impuestos estatales y locales, así como los eventuales impuestos en el extranjero. Detalle de los impuestos de ventas. Detalle de los impuestos (Seguridad Social, ...) relacionados con el personal. Detalle de los impuestos sobre los bienes muebles e inmuebles. Detalle de eventuales privilegios fiscales.	Sí
	<b>Detalle de los financiamientos</b>	Financiamientos a corto plazo y a largo plazo Calendario y detalles de las deudas y de los impagos existentes en virtud de acuerdos de crédito. Listado de todos los acuerdos de seguridad, contratos de prenda, hipotecas u otros acuerdos donde una tercera entidad tiene derecho sobre los activos de la empresa objetivos.	Sí
	<b>Lista de cuenta bancarias</b>	Listado de todas las cuentas bancarias y cajas de seguridad, incluyendo las firmas autorizadas.	Sí
	<b>Balance Último Año</b>	N/A	Sí
	<b>Balance Años Anteriores</b>	N/A	Sí
	<b>Cuenta resultados</b>	N/A	Sí
	<b>Cuenta resultados por Servicio/Producto</b>	Detalle de la cuenta de resultados por cada uno de los producto/servicio que se hayan identificado.	Sí
	<b>Activos fijos</b>	Listado de todos los activos fijos, separado por los de propiedad y los arrendado. Por cada activo: una descripción básica, fecha de adquisición, precio de compra original, año de depreciación, amortización acumulada, valor neto en libros y ubicación del mismo. Listado de las ventas y compras de los activos más importante. Listado de los saldos pendientes de pago y los compromisos de compra. Listado de los excedentes o equipo inactivo y valor de los mismos. Matriculaciones de automóviles.	Sí
	<b>Salidas</b>	Detalle de los gastos devengados a partir de la más cercanos hasta los más lejanos. Los contratos con los proveedores y/o las descripciones de todos los acuerdos marcos con los proveedores más importantes.	Sí
	<b>Entradas</b>	Detalle de los ingresos diferidos a partir de lo más cercano hasta los más lejanos.	Sí
Estrategia y marketing	<b>Información de Marketing</b>	Lista completa de los clientes. Por cada cliente: nombre, dirección, número de teléfono y datos de contacto. Listado de todos los principales clientes perdidos. Listado de las órdenes abiertas y copias de todos los contratos de suministro o de servicios. Las encuestas (NPS) y los informes de investigación de mercado. Planes de marketing, presupuestos y materiales físicos para marketing.	Sí
	<b>Plan de negocio</b>	Plan de negocio por cada línea de servicio o general de la empresa.	Sí
	<b>Lista de competidores</b>	Lista completa de los competidores. Por cada uno: detalle de la geográfica o producto/servicio en que compiten, clientes comunes y eventual benchmarking entre la empresa objetivo y el competidor.	Sí
Operacional	<b>Lista de productos servicios</b>	Lista detallada de todos lo productos y servicio ofrecidos por la empresa.	Sí
	<b>IT</b>	Plan estratégico de IT, licencias SW, provisiones de compra de nuevos SW, fecha de caducidad de eventuales mantenimientos y/o soportes y detalle de todos los activos de IT.	Sí
	<b>Logística</b>	De distribución y de almacenes	Sí
	<b>Detalle de certificaciones de calidad y propiedad intelectual</b>	Listado de todas las patentes, marcas, nombres comerciales y derechos de autor . Listado de los dominios internet registrados. Resumen de todas las reclamaciones por o en contra de la empresa sobre aspecto relacionado con la propiedad intelectual.	Sí
	<b>Inmuebles e instalaciones</b>	Listado de todas las sedes de la empresa. Listado de todos los bienes inmuebles propios o alquilados, incluyendo la localización. Listado de eventuales construcción en curso y pendientes de finalizar. Para cada una: fecha comenzado, fecha prevista de finalización, y eventuales compromisos financieros adicionales para completar la obra.	Sí
	<b>Geográficas de la compañía</b>	Listado de las geografías en las que la empresa está operando. Listado de las geografías en que la empresa tiene derecho para operar.	Sí
	<b>Medioambiente</b>	Detalle de los informes de inspección en relación con cualquiera de las propiedades de la empresa. Detalle de reclamaciones o documentos similares enviado por otras autoridades regulatorias locales o estatales. Detalle de los informes externos sobre el cumplimiento de las normas de eliminación de residuos. Lista de sustancias peligrosas (Ejemplo: el amianto, los PCB, productos derivados del petróleo, herbicidas, pesticidas o materiales radiactivos utilizados en las operaciones de la compañía) Listado y descripción de las causas penales ambientales o investigaciones Detalle de los programas de salud y seguridad en el trabajo actualmente en vigor.	Sí
	<b>Lista de proveedores</b>	Listado de todos los bufetes de abogados, empresas de contabilidad, empresas de consultoría y profesionales similares contratados por la empresa. Listado de los principales proveedores y volúmenes de compra por cada uno.	Sí
Recursos Humanos	<b>Organigrama Empresa</b>	N/A	Sí
	<b>Esquema retributivos empleados</b>	Listado de los beneficios para empleados y pólizas de seguros. Detalle de los planes de jubilación para los empleados. Detalle de los planes de compensación de los cargos más importante: incluidos los salarios, primas, comisiones, vacaciones y de más detalle.	Sí
	<b>Detalle plantilla</b>	Listado de los empleados con los detalles de la fecha de contratación, posición, descripción del trabajo y salario. Detalle de los empleados claves. Listado de todos los problemas de los empleados (ejemplos: presunto despido injustificado, el acoso, la discriminación y los conflictos laborales)	Sí
<b>Resultado</b>			<b>100%</b>

### 8.3.3. VALORACIÓN

Categoría	Concepto	Valoración Descripción	Impacto
Financieros	Tasas	¿Hay impuesto pendiente de pagar o por lo contrario hay créditos fiscales? Existen sanciones por impuestos no pagados pendientes de liquidar?	
	Financiaci	¿Hay financiaci	
	Lista de cuenta	¿Hay eventuales problemas de firmas para manejar las cuentas bancarias existentes?	
	Balances	El balance demuestra el buen estado de la empresa, o por la evolución de los balance se denota algún parámetro o ratio (Ejemplo: Rentabilidad económica=EBT/Activos Total, Apalancamiento = Activos/Passivos financieros) desajustado o que se está deteriorando (Ejemplo: deuda creciendo tanto a corto como a largo plazo, EBT disminuyendo)	
	Cuenta resultados por	¿La cuenta resultado demuestra buena rentabilidad de los diferentes productos/servicio se denotan desajuste en su análisis? (Ejemplos: costes fijos muy altos)	
	Activos fijos	¿Hay activos duplicados o en exceso a partir de la fusión que se puedan liquidar? ¿Hay activos calves por la operativa/negocio con todavía muchos saldos pendientes de pago? ¿Hay riesgo de imppago?	
	Salidas	¿Hay contrato marcos con proveedores con situaciones o compromisos desventajoso? (Ejemplo: por el marco temporal, por el precio) ¿Hay gastos importantes que caducan a muy corto plazo?	
	Entradas	¿Hay ingresos importantes a corto plazo?	
Estrategia y marketing	Información de Marketing	¿Qué opiniones tienen los clientes de la empresa/producto/servicio? ¿Los clientes de la empresa permiten la venta de los servicios/productos de la empresa compradora y ganar cuotas de mercado en alguna dimensión (geográfica, producto, target) o por lo contrario se puede generar canibalismo entre los dos productos? ¿Hay compromiso de marketing a largo plazo que no aportan a la nueva visión? ¿La marca de la empresa es reconocida a algún nivel?	
	Lista de competidores	¿Hay competidores comunes? ¿La operación pone en desventaja algún competidor? ¿Hay competidores de la empresa objetivo que son partners de la entidad compradora y se pueden generar conflictos?	
Operacional	Lista de productos	¿Cómo se integran la totalidad de los productos/servicios de las dos empresa? ¿Hay canibalismo? ¿Hay posibles sinergias a nivel de marca?	
	IT	¿Cómo se integran los sistemas IT de las nuevas entidades? ¿Hay posibles ahorro de costes? ¿Es difícil al integración de las dos entidades desde un punto de vista IT? ¿Es posible tener un sistema financiero común en un plazo corto?	
	Logística	¿La eventual estructura logística de la empresa objetivo como se integra con la existentes? ¿Hay posibles sinergias a nivel de geografía? ¿Hay duplicaciones con ahorro de costes o las duplicaciones generar un sobre coste?	
	Detalle de certificaciones de entidad?	¿Hay sinergias posibles por el utilizo de patentes/marcas/derecho de autor de la nueva entidad?	
	calidad y propiedad intelectual	¿Hay casusas contra la entidad objetivo por la violación e alguna ley del derecho de autor? ¿Hay certificaciones que permitan aumentar el negocio en sectores donde al momento no era posible operar?	
	Inmuebles e instalaciones	¿Hay posibles sinergias derivado de las nuevas entidades? ¿Se puede generar un eventual ahorro de coste?	
	Geográficas de la compañía	¿Las geografías en que operan las dos entidades se integra o se solapa? ¿La empresa objetivo da derecho a operar en geografías donde actualmente no se podía operar?	
	Medioambiente	¿La empresa cumple la normativa vigente? ¿Hay posibles costes de actualización de instalaciones/procedimientos/etc para que la nueva compañía pueda seguir operando? ¿Alguna certificación da derecho a operaro en mercados/geografías donde antes no se podía?	
Recursos Humanos	Lista de proveedores	¿Hay sinergias posibles con los proveedores o no se puede optimizar la economía de escala? ¿Hay contratos de aprovisionamiento con condiciones muy ventajas que caducan a corto plazo y es difícil conservar las condiciones actuales?	
	Organigrama Empresa	¿Sinergias posibles en algún rol clave tanto a nivel de duplicidad y ahorro de coste, como aportación a la nueva entidad?	
	Esquema retributivos empleados	¿Hay riesgos para la empresa por las condiciones retributivas del nuevo sujeto? ¿Hay condiciones más favorable (flexibilidad, etc...) que se pueden aplicar a los nuevos trabajadores de la nueva empresa?	
	Detalle plantilla	¿Hay exuberancia de plantillas? ¿Hay posibles sinergias y emeplados claves de la nueva entidad que puede aportar en productos/servicios/actividades de la empresa compradora? ¿Hay casusas abiertas por empleados? ¿Se identifica una posible aversidad al cambio o la gestión de la transacción parece ser fluida?	
			<b>Resultado Fuertemente Desaconsejado</b>

## 8.4. REFERENCIAS

Principales referencias utilizadas por este trabajo:

- “Manual de Corporate Finance y Banca de Inversión” coordinado por José María Revello de Toro Cabello.
- <http://www.ftpress.com/articles/article.aspx?p=2164982>
- [http://www.mckinsey.com/insights/corporate\\_finance/the\\_five\\_types\\_of\\_successful\\_acquisitions](http://www.mckinsey.com/insights/corporate_finance/the_five_types_of_successful_acquisitions)
- <http://pages.stern.nyu.edu/~igiddy/duediligence.htm>
- <http://www.mbbp.com/resources/business/top-10-merger-issues.html>
- <http://www.forbes.com/sites/allbusiness/2013/06/17/30-key-lessons-learned-from-ma-transactions/>
- <http://ycharts.com/>
- <http://redirection.com/venta-de-empresas/>
- <http://www.es.iairgroup.com/>