



ZUBIZARRETA

**COMENTARIOS ACLARATORIOS SOBRE
EL NÚMERO 5º, DEL APARTADO 2
DEL ARTÍCULO 75 DE LA LECO**

(Real Decreto-Ley 11/2014, de 5 de septiembre)

- Vicente Zubizarreta Urcelay -

Diciembre 2014



INDICE

PARTE I

A- INTRODUCCIÓN	2
B- OBJETIVOS PRETENDIDOS EN EL "NÚMERO 5º", DEL ARTÍCULO 75.2 DE LA LECO	5
C- CONTENIDO DE LOS ARTICULOS RELACIONADOS AL NÚMERO 5º	15

PARTE II

SECCIÓN I- MÉTODO DE DESCUENTO DE FLUJOS DE CAJA

D- DESCRIPCIÓN GENERAL (DFC)	22
E- FLUJO DE CAJA LIBRE OPERATIVO	26
F- PAUTAS Y CRITERIOS PARA DETERMINAR LA CUANTÍA DE LOS FLUJOS DE CAJA LIBRE OPERATIVOS	29
G- ESTIMACIÓN DE LA TASA DE DESCUENTO	41
H- CÁLCULO DEL VALOR ACTUAL DE LOS FLUJOS DE CAJA ESPERADOS	47
I- EJEMPLO NUMÉRICO	48
J- RESUMEN	58

SECCIÓN II- MÉTODO DEL VALOR SUSTANCIAL

K- DESCRIPCIÓN GENERAL	61
L- CRITERIOS Y FÓRMULAS DE VALORACIÓN	63
M- ACLARACIÓN DE CONCEPTOS DEL ARTÍCULO 94.5	66
N- ACLARACIÓN DE CONCEPTOS DEL ARTÍCULO 149.3ª	71
O- EJEMPLO NUMÉRICO	75
P- RESUMEN	84

PARTE III

Q- CONCLUSIONES	86
-----------------------	----

ANEXOS

ANEXO I- SIGLAS UTILIZADAS	89
----------------------------------	----



ZUBIZARRETA

PARTE I

A- INTRODUCCIÓN

B- OBJETIVOS PRETENDIDOS CON EL “NÚMERO 5º”, DEL ARTÍCULO 75.2 DE LA LECO

C- CONTENIDO DE LOS ARTICULOS RELACIONADOS AL NÚMERO 5º



A- INTRODUCCIÓN

- 1- El Real Decreto-Ley 11/2014, de 5 de septiembre, de medidas urgentes en materia concursal, añade un número 5º al apartado 2 del artículo 75, estableciendo:

Artículo 75.2

“Al informe se unirán los documentos siguientes:

1º

2º

3º

4º

5º **Valoración de la empresa en su conjunto y de las unidades productivas que la integran bajo la hipótesis de continuidad de las operaciones y liquidación”.**

- 2- La unidad productiva, en términos genéricos, se define como el conjunto organizado de bienes y derechos o de medios materiales o personales aptos para mantener o reemprender una actividad productiva.
- 3- A su vez, en el preámbulo de exposición de motivos del mencionado Real Decreto-Ley 11/2014, en su apartado IV, se señala el objetivo de garantizar en lo posible la continuidad de la actividad empresarial, para los concursos en fase de liquidación, facilitando, fundamentalmente, la venta del conjunto de los establecimientos y explotaciones del concursado o de cualesquiera otras unidades productivas.
- 4- Por tanto, está claro que el nº 5 del apartado 2 del artículo 75, exige de la Administración Concursal la valoración de la empresa en su conjunto y de las unidades productivas que la integren (si es que existen) siempre que sea factible la continuidad de las operaciones.



- 5- La Ley Concursal no define ni determina cómo proceder para la valoración de la empresa en su conjunto y de sus unidades productivas, susceptibles de continuidad en operaciones empresariales, tras la liquidación.

Dicha modificación, introduciendo el descrito apartado 5º, se presenta en el apartado dos, del Real Decreto-Ley 11/2014, bajo el título de: “Modificaciones en materia de liquidación”.

Por ello todo su contenido e interpretación debe guiarse por los objetivos establecidos para la fase de liquidación: TÍTULO V, CAPÍTULO II de la LECO.

- 6- La valoración de la empresa en su conjunto y de las unidades productivas que la integran, se presentan en este documento-estudio bajo dos prismas:

Una.- La interpretación doctrinal y de práctica profesional.

Dos.- La interpretación patrimonialista.

- 7- Esta circunstancia de incrementar el trabajo de la AC en la tarea de elaboración del informe exigido por el artículo 75, tiene el efecto inmediato, en muchos casos, de tener que solicitar una prórroga, que se regula por los artículos 74 y 191 de la LECO.

En el caso concreto del AC único y, a su vez, no persona jurídica, no ha de implicar el nombramiento de un Auxiliar Delegado (art. 31 de la LECO), por entender que obedece a una mayor dedicación de horas; sin que sean trasladables a otro profesional cuya incursión en el trabajo producirá ineficiencias de adaptación y organización de tareas.



ZUBIZARRETA

8- La entrada en vigor del citado apartado 5º será el 7 de septiembre de 2014, salvo que la empresa ya esté en proceso concursal y se haya emitido el informe de la AC, antes de dicho 7 de septiembre, en cuyo caso no será aplicable.

NOTA AÑADIDA

El presente documento se ha elaborado desde una perspectiva económica y financiera, en un intento de aclarar los correspondientes conceptos básicos del nº 5 del apartado 2 del artículo 75.

Al ceñirse preferentemente a la visión económica, obvia señalar que quedarán pendientes de tratar los aspectos, enfoques o efectos jurídicos derivados de esta modificación de la LECO.



B- OBJETIVOS PRETENDIDOS EN EL “NÚMERO 5º”, DEL ARTÍCULO 75.2 DE LA LECO

- 1- El contenido del “número 5º” hace una precisa mención a “... bajo la hipótesis de continuidad y liquidación”.

El singular en la determina que hay que considerar los dos conceptos de hipótesis: “continuidad de las operaciones y liquidación”, al unismo y no por separado o como alternativas.

En caso contrario hubiese recogido la expresión en plural: las; circunstancia no existente en este caso.

Por ello se refiere a la continuidad pero contemplando también la liquidación.

- 2- La novedad del citado “número 5º” hay que situarlo en consonancia con los artículos incluidos en la regulación de la Fase de Liquidación y otros relacionados a la misma, y de forma especial:

- **Artículo 90.3 (créditos con privilegio especial)**
- **Artículo 94 (Estructura y contenido)**
 - 94.2
 - 94.5
- **Artículo 43.3 (Conservación y administración de la masa activa)**
- **Artículo 146.bis (Especialidades de la transmisión de unidades productivas)**
- **Artículo 149 (Reglas legales supletorias)**



3- ¿Cuál es el objetivo buscado por el Legislador para introducir el número 5º al apartado 2 del artículo 75?

- a) Nada se especifica al respecto en la Ley ni se define que se entiende por valoración de la empresa en su conjunto y de las unidades productivas bajo el escenario de continuidad de operaciones y liquidación.
- b) Cabe considerar al respecto dos interpretaciones básicas, de las que a su vez se derivan el uso y aprovechamiento de las mismas en el proceso concursal.

Podemos distinguir dos interpretaciones:

Una.- La doctrinal y de práctica profesional sobre la valoración de empresas.

Dos.- La interpretación patrimonialista.

4- **Interpretación doctrinal y de práctica profesional**

- a) Siguiendo la diversa documentación sobre la Valoración de Empresas emitida por AECA (Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas), recogemos que: “El valor no es otra cosa que el grado de utilidad o aptitud de las cosas para satisfacer necesidades. En este sentido el valor de una empresa es el grado de utilidad que ésta proporciona a sus usuarios o propietarios”.
- b) El método de valoración para situaciones de continuidad de la empresa y o de sus unidades productivas se basa en la actualización de las rentas futuras.
- c) Las hipótesis básicas de la Valoración, y en esto encajan con el señalado por el nº 5, se sintetizan en cuatro:



ZUBIZARRETA

Uno.- Empresa en funcionamiento

- Bajo la hipótesis de que la actividad seguirá en marcha de forma indefinida.
- Aunque lo de indefinida, no tiene por qué interpretarse al infinito. En la realidad con una proyección a 40 años, es más que suficiente por diversas razones:

I- Muy pocas empresas llegan a “supervivir” a este período.

II- Las actualizaciones financieras de valores, a más de 30 años, no reportan magnitudes relevantes, sobre todo si se aplican altas tasas de descuento por la existencia de altos niveles de riesgo en la actividad.

Dos.- Unidad de Conjunto

- Una actividad empresarial está formada por un conjunto de bienes y factores, tangibles e intangibles, que trabajan como un todo y, por tanto no pueden ser evaluados individualmente.
- Muchas empresas están formadas por unidades económicas (léase unidades productivas) valorables de forma individualizada. La unidad de conjunto se refiere a estas unidades.
- La empresa como conjunto es el agregado de todas las unidades productivas que lo forman.

Tres.- Fundamentos económicos (Teoría de la inversión)

- El valor de cualquier empresa viene determinado por su capacidad de generar renta, de acuerdo con la teoría de la inversión.



Cuatro.- Fundamentos económicos (Teoría financiera)

- El valor de una empresa está relacionada con sus características financieras: su crecimiento esperado, sus flujos de tesorería esperados, y su nivel de riesgo esperado (FEE 2001- Federación de Expertos Contables Europeos - con sede en Bruselas).

d) La valoración de la empresa es consecuencia directa de lo que tiene la empresa y/o sus unidades productivas como proyecto de inversión.

- Cualquier medida cuantificada y basadas sobre flujos pasados o presentes carecen de utilidad, porque estamos basándonos en los flujos de caja futuros.
- Por ello los conceptos de valor histórico, valor contable o valor sustancial no se consideran adecuados, para su uso genérico, que no para su uso en ocasiones particulares.

5- Una vez que disponemos de la valoración de la empresa en su conjunto y de las unidades productivas, elaborada por la AC, y unido al informe, nos preguntamos:

¿Cuál va a ser su uso y aplicación posterior en el proceso concursal?

En un intento voluntarista de contestar a la pregunta sintetizamos:

Una.- Constituye una información valiosa, tanto para la

- Administración Concursal y para posibles nuevos inversores, cuando se enajena la empresa en su conjunto y/o por unidades productivas.

La Ley 17/2014 recoge en su artículo 33.1.e) 7º como función de informe y evaluación de la AC: “Informar sobre la venta como un todo, de la



empresa del deudor” Ello precisa, entre otros aspectos, de la información sobre el valor de la empresa.

- Para los propios acreedores con privilegio especial, como forma orientativa de la fuente de ingresos a través de la enajenación de la empresa en su conjunto y/o sus unidades productivas (artículo 149.3ª).
- Como información sobre el potencial de la actividad empresarial de la deudora para terceros relacionados (acreedores y clientes), manteniéndose como centro de creación de riqueza a futuro.
- Téngase en cuenta que el Real Decreto Ley 11/2014 se ha centrado en facilitar mecanismos para dar continuidad a la actividad empresarial, tanto a través de la enajenación de unidades productivas, previamente (artículo 43), y, lo más acorde con la LECO, en la fase de Liquidación (artículo 149).

6- Interpretación Patrimonialista

- a) Al carecerse en la normativa de la LECO de una definición sobre la Valoración de Empresas y/o sus Unidades Productivas, también puede ser aceptada la valoración bajo una visión patrimonialista.
- b) De entrada subrayamos que como principio general, en nuestra opinión no es correcta esta interpretación, pero hay que reconocer que disponiendo de su información, su contenido es válido en el proceso de enajenación de la empresa y/o unidades productivas, y máxime en los casos que incluyan bienes que garantizan créditos con privilegio especial.



Así el artículo 149.3ª.a) recoge: “... corresponderá a los acreedores privilegiados la parte proporcional del precio obtenido equivalente al valor que el bien o derecho sobre el que se ha constituido la garantía suponga respecto a valor global de la empresa o unidad productiva transmitida”.

Esta alusión sobre el valor global o unidad productiva posibilita la validez de la Interpretación Patrimonialista.

c) La interpretación patrimonialista nos lleva al método del Valor Sustancial.

El Valor Sustancial corresponde al valor real de los medios de producción, independientemente de la forma en que estén financiados; es decir, estaría constituido por el valor real de todos los bienes y derechos utilizados en la actividad empresarial, tanto a nivel de conjunto de empresa como de sus unidades productivas.

Al efecto no se consideran los bienes no operativos ni la estructura financiera de la empresa.

d) En definitiva este método representa la inversión que deberían llevarse a cabo para crear una empresa en idénticas condiciones a la concursada, pero en situaciones de normalidad, es decir, se identifica como el valor de reposición de activos, bajo el supuesto de continuidad de la empresa, por oposición al valor de liquidación que se deriva de un proceso distinto.

e) Se suelen distinguir tres clases de valor sustancial:

Una.- Valor sustancial bruto

Representado por el valor del activo a precio de mercado



ZUBIZARRETA

Dos.- Valor sustancial neto o activo neto corregido

Es el valor sustancial bruto menos el pasivo exigible. También se conoce como Patrimonio Neto Ajustado.

Tres.- Valor sustancial bruto reducido

Se corresponde con el Valor Sustancial bruto reducido solo por el valor de la deuda sin coste (se identifica con las deudas típicas por operaciones de tráfico: proveedores y demás deudas corrientes originales por el tráfico comercial).

Considerando la situación de insolvencia y en trámite concursal, únicamente tomaremos para esta exposición el primero: Valor sustancial bruto.

f) Y de nuevo:

¿Cuál va ser su uso y aplicación posterior en el proceso concursal?

Aunque, reiteramos, que en nuestra opinión este método no resulta apropiado dentro de los conceptos modernos de la valoración de una empresa, sin embargo sí que permite una aplicación práctica en relación a los artículos: 94.5 y artículo 149, como se expondrá en su desarrollo en la Sección II de este documento.

7- Otros Métodos

Como métodos, asimismo habituales en uso para la Valoración de Empresas se citan:

- Múltiplos de referencia de transacciones.
- De opciones reales.



Los mismos no son considerados válidos por tener difícil encaje en una situación concursal, dado que, normalmente, presentan carencias en su correcta aplicación.

I- Múltiplos de referencia de transacciones

Entendemos que la aplicación del método de múltiplos es meramente orientativa, y en la práctica, al margen de las empresas en concurso, se utiliza cuando se dispone de informaciones concretas de transacciones de empresas o de unidades productivas, de similares características a la actividad desarrollada por la empresa objetivo de la valoración.

El método de múltiplos tiene la ventaja de una rápida y sencilla aplicación, pero lleva el inconveniente de su imprecisión debido a:

- Dificilmente puede localizarse información fiable sobre transacciones recientes, y
- Que obedezcan a empresas del mismo sector y de similares características a la empresa objetivo, salvo para grandes empresas con similitud en otras empresas que coticen en el mercado de valores.
- En España no existe en la actualidad un mercado real, lo cual exige transacciones efectivas, transparentes, en igualdad de grado de negociación y de flexibilidad de actuaciones competitivas.

Por ello, la valoración de múltiplos, precisa para su validación de un contraste con la valoración resultante del método de Descuento de Flujos de Caja.

Y en el caso de la actividad de una empresa que esté en concurso estas referencias de múltiplos sobre atributos o variables clave (EBIT ó EBITDA) son muy difíciles de precisar, a lo que hay que añadir los inconvenientes ya



ZUBIZARRETA

señalados para las valoraciones de empresas con “normalidad” en su actividad.

Sin embargo, pudiera ocurrir que el sistema de múltiplos sea aplicable en casos concretos, donde por ejemplo las variables clave que se utilicen en su valoración se mantengan a futuro en las unidades productivas. A título meramente orientativo se citan:

- Número de suscriptores de una revista.
- Número de habitaciones y porcentaje de ocupación de hoteles o restaurantes.
- Y similares analogías.

II- Método de opciones reales

Por último, se hace referencia que tampoco es válido el método de OPCIONES REALES, dado que no cabe flexibilidad en el hipotético proyecto de la nueva empresa, debiendo el comprador satisfacer el precio al momento o con avales financieros de total garantía.

La inflexibilidad es clara, cuando la propia Ley Concursal en el artículo 149.3ª.b), hace referencia a que el Juez vele por que **el adquirente tenga la solvencia económica y medios necesarios para asumir la obligación que se le transmite.**

8- La Valoración de la Empresa y/o sus Unidades Productivas versus precio de la enajenación

Antes de nada hay que señalar que la valoración no tiene porqué coincidir con el precio de enajenación por diversas razones. Se sintetiza en lo siguiente:



ZUBIZARRETA

- I- La valoración es un trabajo profesional, que si bien reviste de aspectos subjetivos, tiene por objeto objetivizar al máximo el valor de la empresa, que no tiene por qué coincidir con el precio que está dispuesto a pagar del comprador o inversor.

- II- Al valor de la empresa debe descontarse las deudas que devengan interés para ajustarlo al precio de la enajenación.



C- CONTENIDO DE LOS ARTÍCULOS RELACIONADOS AL NÚMERO 5º

1- Artículo 43.3 (Conservación y administración de la masa activa)

“3º

En el caso de transmisión de unidades productivas de bienes o servicios pertenecientes al concursado se estará a lo dispuesto en el artículo 146 bis.”

2- Artículo 90.3 (Créditos con privilegio especial)

“El privilegio especial sólo alcanzará la parte de crédito que no exceda del valor de la respectiva garantía que conste en la lista de acreedores, calculada de acuerdo con lo dispuesto en el apartado 5 del artículo 94. El importe del crédito que exceda del reconocido como privilegio especial será calificado según su naturaleza.”

3- Artículo 94 (Estructura y contenido)

3.1- Artículo 94.2

“.... Los acreedores con privilegio general o especial, respectivamente, deberán estar incluidos en las siguientes clases:

....

....

....”

3.2- Artículo 94.5

“A los efectos del artículo 90.3, se expresará el valor de las garantías constituidas en aseguramiento de los créditos que gocen de privilegio especial.



ZUBIZARRETA

Para su determinación se deducirán, de los nueve décimos del valor razonable del bien o derecho sobre el que esté constituida la garantía, las deudas pendientes que gocen de garantía preferente sobre el mismo bien, sin que en ningún caso el valor de la garantía pueda ser inferior a cero, ni superior al valor del crédito privilegiado ni al valor de la responsabilidad máxima hipotecaria o pignoraticia que se hubiese pactado.

A estos exclusivos efectos se entiende por valor razonable:

- a) En caso de valores mobiliarios que coticen en un mercado secundario oficial o en otro mercado regulado o de instrumentos del mercado monetario, el precio medio ponderado al que hubieran sido negociados en uno o varios mercados regulados en el último trimestre anterior a la fecha de declaración del concurso, de conformidad con la certificación emitida por la sociedad rectora del mercado secundario oficial o del mercado regulado de que se trate.*
- b) En caso de bienes inmuebles, el resultante de informe emitido por una sociedad de tasación homologada e inscrita en el Registro Especial del Banco de España.*
- c) En caso de bienes distintos de los señalados en las letras anteriores, el resultante del informe emitido por experto independiente de conformidad con los principios y las normas de valoración generalmente reconocidos para esos bienes.*

Los informes previstos en las letras b) y c) no serán necesarios cuando dicho valor hubiera sido determinado por experto independiente, dentro de los seis meses anteriores a la fecha de declaración de concurso, ni cuando se trate de efectivo, cuentas corrientes, dinero electrónico o imposiciones a plazo fijo.

Si concurrieran nuevas circunstancias que pudieran modificar significativamente el valor razonable de los bienes, deberá aportarse nuevo informe de experto independiente.



En el caso de que la garantía a favor de un mismo acreedor recaiga sobre varios bienes, se sumará la resultante de aplicar sobre cada uno de los bienes, la regla prevista en el primer párrafo de este apartado, sin que el valor conjunto de las garantías pueda tampoco exceder del valor del crédito del acreedor correspondiente.

En caso de garantía constituida en proindiviso a favor de dos o más acreedores, el valor de la garantía correspondiente a cada acreedor será el resultante de aplicar al valor total del privilegio especial la proporción que en el mismo corresponda a cada uno de ellos, según las normas y acuerdos que rijan el proindiviso."

4- Artículo 146 bis (Especialidades de la transmisión de unidades productivas)

"1- En caso de transmisión de unidades productivas, se cederán al adquirente los derechos y obligaciones derivados de contratos afectos a la continuidad de la actividad profesional o empresarial cuya resolución no hubiera sido solicitada. El adquirente se subrogará en la posición contractual de la concursada sin necesidad de consentimiento de la otra parte. La cesión de contratos administrativos se producirá de conformidad con lo dispuesto por el artículo 226 del texto refundido de la Ley de Contratos del Sector Público, aprobado por el Real Decreto Legislativo 3/2011, de 14 de noviembre.

2- También se cederán aquellas licencias o autorizaciones administrativas afectas a la continuidad de la actividad empresarial o profesional e incluidas como parte de la unidad productiva, siempre que el adquirente continuase la actividad en las mismas instalaciones.

3- Lo dispuesto en los dos apartados anteriores no será aplicable a aquellas licencias, autorizaciones o contratos en los que el adquirente haya manifestado expresamente su intención de no subrogarse. Ello sin perjuicio, a los efectos laborales, de la aplicación de lo dispuesto en el artículo 44 del Estatuto de los Trabajadores en los supuestos de sucesión de empresa.



ZUBIZARRETA

4- *La transmisión no llevará aparejada obligación de pago de los créditos no satisfechos por el concursado antes de la transmisión, ya sean concursales o contra la masa, salvo que el adquirente la hubiera asumido expresamente o existiese disposición legal en contrario y sin perjuicio de lo dispuesto en el artículo 149.2*

La exclusión ..."

5- Artículo 149 (Reglas legales supletorias)

"1- De no aprobarse un plan de liquidación y, en su caso, en lo que no hubiere previsto el aprobado, las operaciones de liquidación se ajustarán a las siguientes reglas:

1ª ...

2ª ...

3ª ... Para los bienes y derechos afectos a créditos con privilegio especial se aplicará lo dispuesto en el artículo 155.4, salvo que estuviesen incluidos en los establecimientos, explotaciones y cualesquiera otras unidades productivas de bienes o de servicios pertenecientes al deudor que se enajenen en conjunto, en cuyo caso se estará a las siguientes reglas:

a) Si se transmitiesen sin subsistencia de la garantía, corresponderá a los acreedores privilegiados la parte proporcional del precio obtenido equivalente al valor que el bien o derecho sobre el que se ha constituido la garantía suponga respecto al valor global de la empresa o unidad productiva transmitida.

Si el precio a percibir no alcanzase el valor de la garantía, calculado conforme a lo dispuesto en el artículo 94 será necesario que manifiesten su conformidad a la transmisión los acreedores con privilegio especial que tengan derecho de ejecución separada, que representen al menos el 75 por ciento del pasivo de esta naturaleza afectado por la transmisión y que pertenezcan a la misma clase, según determinación del artículo 94.2. En



tal caso, la parte del valor de la garantía que no quedase satisfecha tendrá la calificación crediticia que le corresponda según su naturaleza.

Si el precio a percibir fuese igual o superior ...

b) Si se transmitiese con subsistencia de la garantía, subrogándose el adquirente en la obligación del deudor, no será necesario el consentimiento del acreedor privilegiado, quedando excluido el crédito de la masa pasiva. El Juez velará por que el adquirente tenga la solvencia económica y medios necesarios para asumir la obligación que se transmite.

4ª En caso de enajenación del conjunto de la empresa o de determinadas unidades productivas de la misma mediante subasta se fijará un plazo para la presentación de ofertas de compra de la empresa, que deberán incluir una partida relativa a los gastos realizados por la empresa declarada en concurso para la conservación en funcionamiento de la actividad hasta la adjudicación definitiva, así como la siguiente información.

a) Identificación del oferente, información sobre su solvencia económica y sobre los medios humanos y técnicos a su disposición.

b) Designación precisa de los bienes, derechos, contratos y licencias o autorizaciones incluidos en la oferta.

c) Precio ofrecido, modalidades de pago y garantías aportadas. En caso de que se transmitiesen bienes o derechos afectos a créditos con privilegio especial, deberá distinguirse en la oferta entre el precio que se ofrecía con subsistencia o sin subsistencia de las garantías.

d) Incidencia de la oferta sobre los trabajadores.

Si la transmisión se realizase mediante enajenación directa, el adquirente deberá incluir en su oferta el contenido descrito en esta regla 4ª.

5ª



2- Cuando, como consecuencia de la enajenación a que se refiere la regla 1ª del apartado anterior, una entidad económica mantenga su identidad, entendida como un conjunto de medios organizados a fin de llevar a cabo una actividad económica esencial o accesorio, se considerará, a los efectos laborales y de Seguridad Social, que existe sucesión de empresa. En tal caso ...

3- En el auto de aprobación del remate o de la transmisión de los bienes o derechos realizados ya sea de forma separada, por lotes o formando parte de una empresa o unidad productiva, el juez acordará la cancelación de todas las cargas anteriores al concurso constituidas a favor de créditos concursales, salvo los que gocen de privilegio especial conforme al artículo 90, se hayan transmitido el adquirente con subsistencia del gravamen".



PARTE II

SECCIÓN I- MÉTODO DE DESCUENTO DE FLUJOS DE CAJA

- D- DESCRIPCIÓN GENERAL (DFC)
- E- FLUJO DE CAJA LIBRE OPERATIVO
- F- PAUTAS Y CRITERIOS PARA DETERMINAR LA CUANTÍA DE LOS FLUJOS DE CAJA LIBRE OPERATIVOS
- G- ESTIMACIÓN DE LA TASA DE DESCUENTO
- H- CÁLCULO DEL VALOR ACTUAL DE LOS FLUJOS DE CAJA ESPERADOS
- I- EJEMPLO NUMÉRICO
- J- RESUMEN



D- DESCRIPCIÓN GENERAL (DFC) - MÉTODO TRADICIONAL

1- A continuación se procede a una síntesis explicativa sobre el método de Descuento de Flujos de Caja (DFC), considerado tradicional en contraposición al modelo APV (Adjusted Present Value – Valor Actual Ajustado).

I) El objetivo es calcular el valor de la hipotética actividad, como el valor actual resultante de dos períodos:

$$\text{“V.E.”} = (1) \text{ Valor actual de los Flujos de Caja del Período de Planificación} + \\ (2) \text{ Valor actual del Valor Terminal del Período de Planificación}$$

II) El APV obtiene el Valor de la Empresa considerando:

$$\text{“V.E.” (APV)} = \text{Valor de los Flujos de Caja desapalancados del Período de Planificación} + \text{Valor de los ahorros fiscales de intereses del Período de Planificación} + \text{Valor actual del Valor terminal estimado.}$$

2- El proceso se descompone de tres pasos:

Paso 1- Estimar el importe y proyección temporal de los Flujos de Caja esperados.

Paso 2- Estimar una tasa de descuento adecuada al riesgo.

Paso 3- Calcular el valor actual de los flujos de caja esperados.

Todo ello identificado con la continuidad de la actividad y liquidación.



3- Ejemplo numérico

→ Los flujos de caja libres operativos se han estimado para el período de planificación (5 años):

<u>Año 1</u>	<u>Año 2</u>	<u>Año 3</u>	<u>Año 4</u>	<u>Año 5</u>
1,5 M€	1,6 M€	1,7 M€	1,8 M€	1,85 M€

→ Por el valor residual se toma como premisa el mantenimiento de la cifra de 1,85 M€, estimando un período residual al infinito.

→ La tasa de descuento se ha determinado en el 15%.

→ Realizando los cálculos oportunos se obtiene el siguiente valor actual, referido al Valor de la Empresa.

$$\begin{aligned}\text{"V.E."} &= \text{Valor actual Período de Planificación} + \\ &\quad \text{Valor actual del Valor Residual} = \\ &\quad 5,58 \text{ M€} + 5,33 \text{ M€} = \underline{\underline{10,91 \text{ M€}}}\end{aligned}$$

4- Con el fin de simplificar el precedente ejercicio numérico no se ha considerado la tasa de crecimiento (g) para el cálculo del valor residual.

5- Valor Empresa versus Valor de Enajenación

I) Como referencia práctica es preciso tener en cuenta que el Valor de Empresa resultante de la actividad futura de la empresa no se corresponde con lo que el hipotético comprador o inversor vaya a reembolsar por ser titular, en el proceso de liquidación. Ello por diversas razones:



a) En primer lugar, el hipotético comprador puede no estar de acuerdo con el sistema y método utilizado en la Valoración por la AC, pudiendo discrepar de los factores clave:

- Los Flujos de Caja a futuro.
- La Tasa de descuento.

por lo que el valor resultante diferirá en su opinión.

b) A su vez, en la práctica, tiene un gran peso el poder de negociación de las partes.

Normalmente, el inversor tiene más poder de negociación en el caso de empresas concursales y sobre todo en la actual situación de “impase” por la crisis económica en la que nos hallamos.

Esta igualdad de poderes se equilibra si se presentan un buen número de ofertas reales, es decir, competitivas.

II) Por otra parte, lo lógico es que existan algunos saldos acreedores que el nuevo propietario deberá asumir, por ejemplo, los saldos de la Tesorería de la Seguridad Social y los laborales, así como posibles créditos con privilegio especial.

En tales casos, el Valor de Enajenación estimado se determina descontando al Valor de Empresa las deudas asumidas que devenguen intereses, previa no inclusión de tales intereses estimados en la determinación del BAI (Beneficio antes de intereses).

También cabe descontar el valor actual de desembolsos extraordinarios, que no se dan en una actividad normal, a fin de estimar el valor de enajenación.



ZUBIZARRETA

Siguiendo con el ejemplo del anterior apartado 3, si resulta que el nuevo inversor asume deudas, cuyo valor actual es de 2 M€.

$$\text{Valor de Enajenación} = \text{V.E.} - \text{Deudas} = 10,91 \text{ M€} - 2 \text{ M€} = 8,91 \text{ M€}$$

III) Por último, queda señalar que si en el activo de la empresa a liquidar figuran bienes ociosos o no necesarios para la continuidad de las operaciones, se determinará su valor de realización, con el fin de incrementar el Valor de Empresa.

Por ello, las estimaciones se hacen considerando:

$$\text{V.E.} = \text{Valor Actual de FCL} + \text{Bienes ociosos}$$

y

$$\text{Valor de Enajenación} = \text{V.E.} - \text{Deudas (Valor actual)}$$



E- FLUJO DE CAJA LIBRE OPERATIVO

1- Mediante la valoración de una actividad empresarial por los Flujos de Caja Libres se sustenta que tal actividad tiene la consideración de un proyecto de inversión.

I) Los flujos de caja libres operativos representan a los flujos generados, después de impuestos, que se encuentran disponibles para los suministradores de capital:

- Los acreedores con saldos que devengan interés.
- Los accionistas o propietarios.

II) Siguiendo a “Juan Mascareñas Pérez-Iñigo”, el cálculo del flujo de caja libre operativo integra tres componentes básicos:

Uno.- Flujo de Caja Bruto.

Dos.- Inversión Bruta.

Tres.- Flujo de Caja Libre Operativo.

2- Como referencia de lo que se desprende de las cuentas de resultados previsionales, el punto de inicio se basa en el BAIT (beneficio antes de intereses e impuestos)¹.

3- Flujo de Caja Bruto

Para su mejor entendimiento se presenta el siguiente cuadro, con los renglones básicos:

¹ En el desarrollo del presente documento se procurará utilizar la terminología en español.



ZUBIZARRETA

Renglones	Denominación Conceptos
(1)	(+) Ingresos de Explotación
(2)	(-) Costes de Explotación
(3) = (1) - (2)	(BAIT) Beneficios antes de Intereses e Impuestos
(4) = (3) Tasa efectiva del I.Sociedades	(-) Impuesto sobre el BAIT
(5) = (3) - (4)	(BAIDT) Beneficio antes de Intereses y después de Impuestos
(6)	(+) Amortizaciones
(7)	(+) Impuestos diferidos
(8) = (5) + (6) + (7)	Flujo de Caja Bruto

4- Inversión Bruta

Que se compone básicamente de:

Renglones	Denominación Conceptos
(9)	(+) Aumento del Capital Circulante
(10)	(+) Inversión en Activo Fijo
(11)	(+) Inversión Neta en otros activos
(12) = (9) + (10) + (11)	Inversión Bruta

5- Flujo de Caja Libre Operativo

Renglones	Denominación Conceptos
(8)	(+) Flujo de Caja Bruto
(12)	(-) Inversión Bruta
(13) = (8) + (12)	Flujo de Caja Libre Operativo



6- Al considerar como base de partida el (BAIT) Beneficios antes de Intereses e Impuestos, ello permite adoptar este sistema de cálculo del Flujo de Caja a cualquier empresa, con independencia de la estructura de financiación de capitales que disponga, puesto que el objetivo es determinar el flujo de Caja Libre Operativo, con el que remunerar a los financiadores de la empresa, ya citados:

- Los acreedores, con devengo de intereses.
- Los propietarios.

Como se ha recogido precedentemente es preciso diferenciar entre Valor de la Empresa y el Valor de Enajenación.



F- PAUTAS Y CRITERIOS PARA DETERMINAR LA CUANTÍA DE LOS FLUJOS DE CAJA LIBRE OPERATIVOS

1- Como inicio, es preciso determinar la estructura de la empresa, en su globalidad, y las unidades productivas que la integran.

- I) Se considera una unidad productiva la identificada por su diferenciación con otras unidades productivas de la empresa.

En términos generales, si bien caben excepciones, en algún caso, la unidad productiva está constituida por un conjunto de bienes y derechos que tienen como fin la producción y comercialización de bienes y servicios con destino, generalmente, a un grupo determinado de clientes con necesidades distintas del resto de clientes de la empresa. Sin embargo, un cliente puede ser servido por más de una unidad productiva de la empresa.

- II) La valoración se iniciará de “abajo hacia arriba”, es decir, empezando con las unidades productivas para terminar con la empresa en su conjunto.

- III) Si no se llega a una conclusión clara para delimitar una determinada actividad en una unidad productiva o en dos, es mejor no proceder a su separación individual.

2- Con el fin de determinar con coherencia los Flujos de Caja Libres Operativos, debe procederse a la estimación de los valores actuales del mismo, previa determinación de:

- Cuentas de Resultados previsionales del Período de Planificación.
- Determinación de los Flujos de Caja Libres (Período de Planificación).
- Estimación del Valor Terminal.



ZUBIZARRETA

- Balances Previsionales.
- Test de Coherencia.
- Análisis de Sensibilidad.

3- CUENTAS DE RESULTADOS PREVISIONALES

- I) Normalmente se contemplará una proyección temporal de 5 años. Cabría, según los casos, ampliarlo a 7 años, pero no resulta aconsejable superar los 10 años.
- II) El valor de la hipotética nueva actividad, a tomar de referencia para la valoración (resultante de la continuidad de las operaciones de la empresa o unidades productivas que se enajenan en proceso de liquidación), se basará en el potencial de la actividad de la empresa, considerando, que se enajena una vez reestructurado, tanto en medios humanos como productivos.

En ningún momento, salvo casos de una evidencia palpable, se tendrán en cuenta para la proyección de las variables económicas, lo que puede introducir en mejoras el supuesto nuevo inversor, basándose en:

- Sinergias complementarias para su empresa o grupo de empresas.
 - Mejoras en la gestión, mediante decisiones estratégicas que proyecta implementar, según su propia cultura y habilidades.
 - Apertura a nuevos mercados, aprovechando las redes comerciales y políticas comerciales.
 - Y similares
- III) La AC deberá proyectar las variables que componen la cuenta de resultados, apoyándose en los datos históricos, los cuales ofrecen una importante



ZUBIZARRETA

información para poder realizar previsiones y proyecciones económicas a futuro.

- IV) No resulta correcto realizar una proyección de previsiones basándose en un paralelo de lo que se ha registrado en el pasado, téngase presente que lo que vale es estimar los flujos de caja a futuro.
- V) Para ello ha de apoyarse en la colaboración de personal clave de la deudora, debiendo examinar y estudiar la cuenta de resultados, trasladable a futuro.

La AC concertará reuniones con los responsables de cada área, y según su especialidad determinará la cuantificación estimativa de las variables económicas apropiadas en su caso, considerando las mayores probabilidades de suceso.

- VI) Podría estimarse proyecciones económico-financieras bajo el planteamiento en tres perspectivas:
 - Pesimista.
 - Normal.
 - Optimista.

Para ello se precisa de una buena información y de un adecuado apoyo de colaboración de las personas clave de la empresa concursada.

- VII) Los renglones básicos de toda cuenta de resultados son:



ZUBIZARRETA

Uno.- Ventas

- Constituye, normalmente, la piedra angular en todas las planificaciones a futuro.
- Se tendrán en cuenta cuestiones como:
 - a) Cifra de ventas: mínima y máxima alcanzables.
Para ello hay que analizar su proyección con el personal comercial.
 - b) Posibilidad de alcanzar una situación de normalidad en el mercado, estimando el período en el que se logrará.
 - c) Obtención de información sobre el sector donde actúa la empresa y la información de estudios macroeconómicos.
 - d) Plazo normal de cobro a conceder a clientes.
 - e) Etc.

Dos.- Coste de Aprovisionamientos

- a) Los datos históricos sirven de gran apoyo.
- b) Indagar la posibilidad de ineficiencias en los que ha vivido la empresa, señalando su corrección y efectos positivos del mismo. Esta indagación es aplicable para cualquier renglón de la cuenta de resultados.
- c) Análisis de los precios de compra.



ZUBIZARRETA

- d) Forma de pago a proveedores y acreedores. Estimación del plazo normal de pago a los mismos.
- e) Etc.

Tres.- Gastos de Personal

- a) Disponer de la plantilla de personal ajustada a las necesidades actuales de las operaciones que está llevando a cabo la concursada.
- b) Previsión del movimiento de la plantilla a lo largo del período de planificación. Normalmente sólo se contemplarán altas.
- c) Estimar las posibilidades de introducir modificaciones sustanciales de las condiciones de trabajo, así como sobre los niveles salariales.

Para ello, indagar con los representantes de los trabajadores la aceptación lógica y normal de tales modificaciones.

- d) Aunque no figure en la cuenta de resultados es preciso cuantificar las deudas laborales pendientes de pago, y que deban ser asumidas en liquidación, así como con la Tesorería General de la Seguridad Social (TGSS), a fin de que se contemple su efecto en los balances previsionales.
- e) Establecer los cálculos de los gastos de personal a futuro y los del anterior apartado d).
- f) Etc.



Cuatro.- Gastos de Producción y Gastos Generales

- a) Búsqueda de situaciones de ineficiencias palpables en el área de producción que ha sufrido la concursada en su reciente pasado, con el fin de corregirlos y así contemplar su efecto positivo en la cuenta de resultados.
- b) Estudio específico de la rotación de las existencias, contemplándolos para cada concepto de existencias:
 - Materias Primas y Mercaderías.
 - Componentes y Subconjuntos.
 - Productos en Curso.
 - Productos Terminados.

Con el fin de determinar el volumen mínimo de existencias como objetivo de racionalización de la producción.

- c) Listado de bienes ociosos o no necesarios, tanto en el proceso productivo, como comercial y en servicios generales.
- d) Inversiones necesarias, tanto por sustitución de equipos a reponer como de inversiones necesarias e imprescindibles.
- e) Revisión detallada de los diversos conceptos de gastos, con el fin de determinar “ahorros de costes”.
- f) **Debe eliminarse todo “coste malo” e improductivo.**

“Coste malo” se identifica con los desembolsos sobre los cuales el cliente no está dispuesto a pagar más por nuestros productos.



ZUBIZARRETA

- g) Los costes improductivos corresponden a los que pueden ser sustitutivos por otros, representando ello un ahorro importante de costes.

Por ejemplo: ¿Ventas de los locales productivos y/o de oficinas y proceder a la contratación de los mismos u otros mediante arrendamientos?

- h) Etc.

Cinco.- Amortizaciones

- a) Lo probable es que surjan discrepancias entre el criterio fiscal y económico.
- b) Fiscalmente el activo que a futuro se asume se identifica con el precio que se acuerde en la transacción de la empresa global y/o de sus unidades productivas.

Y contablemente, en general, se aplica el criterio fiscal.

- c) Económicamente deben registrarse el inmovilizado a valores actuales del mercado, como base para los cálculos económicos y realistas de la situación, que permitan dotaciones suficientes para reponer los bienes y equipos.
- d) Para ello, pudiera ser aconsejable calcular las dotaciones de las amortizaciones según los datos contables actuales de la empresa concursada, que en muchos casos no presenta grandes diferencias sobre el valor de mercado.



ZUBIZARRETA

Seis.- BAIT

- a) Como resultado de los sumatorios de los renglones precedentes.

Siete.- Gastos por Intereses

- a) Se incluirán en el mismo los intereses que se devenguen de las deudas que se mantienen en la liquidación traslativa, como por ejemplo: con la Tesorería General de la Seguridad Social, trabajadores (en teoría devengan intereses) y los posibles créditos con privilegio especial que deban asumirse.
- b) Asimismo, los intereses de otras deudas nuevas que se contemple como financiación estructural.
- c) **También se recogerán los intereses corrientes, que obedezcan al tráfico normal: descuentos y negociación de efectos, facturas y saldos de clientes, intereses por aplazamiento de proveedores, etc.**

Estos tendrán un tratamiento diferente en el cálculo del Flujo de Caja Libre Operativo.

- d) Se establecerá el cuadro de amortización de las deudas a largo plazo.
- e) Etc.

Ocho.- BAT (Beneficio antes de Impuestos)

- a) Como resultado del sumatorio del apartado seis menos el apartado siete.



Nueve.- Impuesto sobre Sociedades

- a) Calculado sobre el apartado ocho, aplicando los tipos de gravamen impositivo previsibles.
- b) Cabe llegar a perfeccionamientos contemplando posibles deducciones por: creación de empleo, inversiones, I+D, etc.
- c) En ningún caso se contemplarán las bases Imponibles negativas que tenga acumuladas la concursada, dado que lo que se valora es el símil de una liquidación traslativa, donde no tienen cabida las bases imponibles de la concursada.

4- DETERMINACIÓN DE LOS FLUJOS DE CAJA LIBRES ANUALES

Los renglones básicos se estructuran de la siguiente forma:

Conceptos	Período de Planificación				
	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
1- BAIT					
2- (-) Impuestos					
3- BAIDT (Beneficios antes de Intereses y después de Impuestos)					
4- (+) Amortizaciones					
5- (-) Inversiones					
6- (-) Variación Capital Circulante					
7- Flujo de Caja Libre Operativo					



5- ESTIMACIÓN VALOR TERMINAL

a) En la práctica se utilizan, fundamentalmente, dos métodos para calcular el Valor Terminal:

- I) Modelo de Gordon.
- II) Múltiplo del Ratio: Valor Empresa / EBITDA

El múltiplo del EBITDA, requiere de un conocimiento de transacciones que se hayan realizado en el sector y en referencia a empresas similares. Su uso, aplicado por los bancos de inversiones puede ser comparativo y de apoyo de referencia al Modelo de Gordon, aunque, en nuestra opinión resulta de mayor aplicación objetiva este último.

b) Modelo de Gordon

- I) Las empresas que sufren problemas de insolvencia, lo que las ha abocado a un concurso de acreedores, se catalogan de las de crecimiento estable.

Simplificando, lo lógico es que no se contemple la distribución de dividendos, dentro de los criterios prudenciales con los que debe actuar el analista financiero.

- II) La base del cálculo de los Flujos de Caja Libre Operativos dentro del Valor Terminal, lo constituye el flujo estimado del período siguiente al del período de planificación.

Esta base, considerando el modelo de Gordon será:

$$FCLO_{(n+1)} = FCLO_{(n)} \frac{(1 + g)}{K - g}$$



ZUBIZARRETA

dónde:

$FCLO_{(n+1)}$ = Flujo de Caja Libre Operativo en el ejercicio siguiente al del período de planificación.

(g) = Tasa de crecimiento de los Flujos de Caja Libres.

(k) = Tasa de descuento.

considerando una proyección temporal indefinida.

6- BALANCES PREVISIONALES

Para el período de planificación, su elaboración es complementaria con los dos ya citados estados financieros previsionales:

- Cuentas de Resultados Previsionales.
- Flujos de Caja Libres.

La elaboración de estos tres estados financieros debe realizarse al unísono, de forma que las columnas anuales sean determinadas y completadas para los tres.

Obvia señalar la importante información que contienen los balances previsionales, sobre todo de naturaleza patrimonial-financiera.

7- TEST DE COHERENCIA

Una vez que se dispone de los datos informativos de los citados tres estados financieros previsionales, se procederá al Test de Coherencia de su contenido y proyecciones.

Normalmente, se utiliza el típico análisis económico-financiero, mediante ratios.



Los ratios se clasifican en grupos, según su naturaleza y objetivos:

- ANÁLISIS FINANCIERO.
- ANÁLISIS DE EFICIENCIA.
- ANÁLISIS DE RENTABILIDAD.

Al existir múltiples criterios de uso de los ratios, así como publicaciones al respecto, no se exponen los mismos en el presente documento.

8- ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD

Toda valoración de empresas en concurso, así como de sus unidades productivas constituyen inversiones con riesgo.

El análisis de sensibilidad debe basarse en los factores clave de la planificación de las proyecciones económico-financieras. Se aconseja que su número no supere a ocho, puesto que sino se diluye la información que se quiere analizar. A título orientativo se citan los siguientes factores clave:

- Los ingresos y su crecimiento.
- La tasa de descuento utilizado.
- Tasa de crecimiento en el Valor Terminal.
- Evaluación y proyección de los costes de producción.
- Índices de inflación.
- Etc.



G- ESTIMACIÓN DE LA TASA DE DESCUENTO

1- LA TASA DE DESCUENTO (K) ESTÁ EN FUNCIÓN DEL RIESGO

Podemos señalar que cuanto mayor sea el riesgo de la empresa, mayor será la tasa de descuento, para determinar el valor actual del proyecto o valor de la empresa y/o sus unidades productivas.

Y en las empresas en concurso, se reitera, que el riesgo siempre será más elevado que lo normal.

En el terreno financiero la tasa de descuento (K) es la suma de la tasa de interés sin riesgo más la tasa de riesgo o plus de riesgo específico de la empresa.

Así:

$$K_0 = i + P$$

donde:

K_0 = Tasa de descuento.

i = Tasa libre de riesgo (bonos del Tesoro a 10 años).

P = Prima de riesgo.

2- EL RIESGO Y LA RENTABILIDAD ESTÁN RELACIONADOS

Constituye un principio económico:

“Cuanto más rentabilidad nos ofrecen más riesgo existe”

En la actualidad lo hemos visto en las emisiones de “Preferentes”, donde la alta rentabilidad lleva aparejada un alto riesgo.



Otro tipo de riesgo se da en el aspecto cualitativo y/o subjetivo implícito en la elaboración de las proyecciones económico-financieras. Si se abusa de criterios optimistas en el establecimiento o cálculo de los flujos de caja, mayor será la tasa de descuento, debido al riesgo inherente en la metodología de los cálculos.

3- El riesgo se compone de diversos factores. Siguiendo a la FEE 2001 se citan:

- a) **Riesgo económico o de variación de resultado operativo.** A mayor variabilidad del resultado respecto a sus iguales en el sector mayor prima de riesgo.
- b) **Riesgo financiero o de endeudamiento.** A mayor endeudamiento, mayor prima de riesgo.
- c) **Tamaño o volumen de activos.** Generalmente, cuando más grandes son las empresas menor riesgo de insolvencia.
- d) **Diversificación geográfica y de producto.** Cuanto mayor es la diversificación menor es el riesgo.
- e) **Crecimiento o riesgo estratégico.** A mayor crecimiento, mayor riesgo.
- f) **Tecnológico.** A mayor tecnología de la empresa, se suele asociar un menor riesgo.
- g) **De Gestión.** Una gestión intensiva de las instalaciones refleja un menor riesgo que cuando se es intensivo en mano de obra.
- h) **De Dirección.** A mayor experiencia y tiempo en la empresa, menor riesgo.



ZUBIZARRETA

- i) **Posición Competitiva**. Cuanto mejor es la posición de la empresa entre la competencia, menor riesgo.
- j) **De Liquidez**. Cuanto mayor sean las posibilidades de liquidez en la inversión de la empresa, menos es el riesgo.
- k) **Y Otros**.

4- **FÓRMULA DE CÁLCULO WACC** (COSTE DE CAPITAL MEDIO PONDERADO)

- l) Constituye la fórmula por excelencia para determinar la tasa de descuento en las empresas que cotizan en Bolsa:

$$WACC = i + \beta_e (K_m - i) \frac{RP}{V} + (1 - t) \frac{RA}{V}$$

y siendo $K_e = i + \beta_e (K_m - i)$

donde:

K_e = Rendimiento mínimo exigido por los propietarios.

i = Tipo de interés libre de riesgo.

K_m = Rendimiento esperado del mercado durante el período de tiempo considerado.

$(K_m - i)$ = Prima de riesgo del mercado.

β_e = Beta, coeficiente de volatilidad de las acciones ordinarias de la empresa, con respecto al índice de mercado tomado de referencia (por ejemplo, IBEX: 35).



ZUBIZARRETA

$$\beta_e = \frac{COV_{m,v}}{\sigma_m^2}$$

$COV_{m,v}$ = Covarianza de m (mercado), v (valor).

σ_m^2 = Varianza del mercado.

RP = Valor de los Recursos Propios.

RA = Valor de los Recursos Ajenos.

V = Valor de la empresa: RP + RA.

t = Tipo impositivo marginal.

5- APV (Adjusted Present Value – Valor Actual Ajustado)

El enfoque APV se utiliza cuando se espera que la estructura de capital de la empresa cambie sustancialmente a lo largo de los ejercicios venideros.

La fórmula del Valor de Empresa, con el enfoque APV es:

VE = Valor de los FCL desapalancados del P.P. + Valor actual de los ahorros fiscales de los intereses de la deuda del P.P. + Valor actual del Valor terminal estimado.

La tasa de descuento se corresponde con la de los recursos propios, bajo la hipótesis de no existencia de deuda. Esta tasa es superior a la K_e , señalada anteriormente.

6- TASA DE INTERÉS SIN RIESGO

Normalmente, se consideran los bonos y deuda del Estado a 10 años.



Actualmente, tomando de referencia España, el bono a 10 años, en noviembre de 2014, se ha situado en el 2,123%, debido a los mecanismos de cobertura impuestos por el BCE.

Si tomamos la media de la rentabilidad de dichos bonos españoles desde el año 2007, inclusive, resulta una media del **4,31%**.

7- ESTIMACIÓN DE LA PRIMA DE RIESGO ($K_m - i$)

Un análisis más amplio de las últimas décadas, en contraste con estudios realizados en el siglo XX, pone de manifiesto que la prima de riesgo debe situarse alrededor del 4%.

8- ESTIMACIÓN DEL RIESGO EN LAS PYMES

La aplicación del citado WACC para las PYMES es más teórico que real, puesto que asociarlo a lo que pasa en la bolsa de valores resulta dificultoso, por no decir ficticio.

Pero a su vez, las PYMES llevan consigo otro tipo de riesgo y/o limitación a considerar:

El riesgo de disponibilidad

Debido a la “iliquidez” de poder realizar los títulos de propiedad.

Siguiendo prácticas de valoración de otros países, las primas de riesgo por “iliquidez” se sitúan en el rango entre el 15% y el 25%, a añadir sobre el riesgo de la tasa calculada.



- 9- Normalmente, se aplica una tasa, aunque cabe la posibilidad de aplicar distintas tasas, según el grado de apalancamiento que se proyecte en el futuro, y ello aconseje el cambio.
- 10- La AC y/o con la colaboración del experto profesional independiente en valoración de empresas y proyectos de inversión,, determinará en su justa opinión la tasa de descuento a aplicar.

11- ESTIMACIÓN ORIENTATIVA (Autor: Francisco López Martínez)

Este autor establece una tabla de 9 niveles o índices de riesgo, determinado un rango de multiplicador del riesgo a aplicar sobre las tasas de inversión sin riesgo.

Índice de Riesgo	Rango de Multiplicador del Riesgo	Inversiones a las que se aplicaría
I	1	Inversiones sin riesgo, como los bonos del Estado.
II	1,5 - 2,0	Servicios públicos básicos.
III	2,0 - 2,5	Servicios financieros y grandes empresas industriales y comerciales, líderes en sus sectores.
IV	2,5 - 3,0	Grandes empresas industriales y comerciales, sin un liderazgo en sus sectores.
V	3,0 - 3,75	Medianas empresas industriales y comerciales, líderes en sus sectores.
VI	3,75 - 4,75	Medianas empresas industriales y comerciales, sin un liderazgo en sus sectores.
VII	4,75 - 6,0	Pequeñas empresas de carácter patrimonial o sin elementos especiales de riesgo.
VIII	6,0 - 7,5	Pequeñas empresas con elementos especiales de riesgo, como una alta dependencia de clientes o proveedores.
IX	7,5 - 9,5	Pequeñas empresas con elementos especiales de riesgo, como una alta dependencia de clientes o proveedores, en industrias con bajas barreras de entrada y con una trayectoria temporal corta (start-ups).



H- CÁLCULO DEL VALOR ACTUAL DE LOS FLUJOS DE CAJA ESPERADOS

Una vez determinados los flujos de Caja del período de planificación y su Valor Terminal, sólo queda aplicar la fórmula matemática de actualización para calcular el Valor Actual de la empresa.

Valor Empresa = Valor Actual Período de Planificación + Valor Actual del Valor Terminal del Período de Planificación =

$$= \sum_{t=1}^n \frac{FCLO}{(1 + K_0)^n} + \frac{\text{Valor Terminal}}{(1 + K_0)^n}$$



I- EJEMPLO NUMÉRICO

- 1- Como terminación de este documento de comentarios aclaratorios sobre el contenido del reciente número 5º, del apartado 2 del artículo 75 de la LECO, bajo la interpretación doctrinal y la práctica profesional, se presenta a continuación el desarrollo de un ejemplo numérico.

El ejemplo preparado reviste sencillez en su contenido, a la vez que los números y datos son ficticios sin que obedezcan a ninguna situación real, dado que el objetivo que se persigue es la definición de los conceptos base.

Si se presenta un ejemplo complejo de datos, informaciones y cálculos numéricos, se tiene el riesgo de que el lector se pierda en los cálculos matemáticos y se oscurezca el concepto de lo que es la “valoración de la empresa en su conjunto y de las unidades productivas”.

2- OBJETIVOS Y PREMISAS BÁSICAS

- a) La Administración Concursal de la deudora CONCUR, S.A. debe presentar el informe exigido por los artículos 74 y 75 de la LECO para el día 24 de octubre de 2014.
- b) No se identifican distintas unidades productivas en la deudora, por lo que se procede a la valoración de la empresa en su conjunto, bajo la hipótesis de continuidad de las operaciones y liquidación.

c) Premisas básicas

- I- Se proyecta la continuidad de las operaciones, previa consideración de las reestructuraciones a implantar en la empresa, mediante el ajuste de los medios



ZUBIZARRETA

humanos, productivos, comerciales y financieros a las perspectivas de ingresos en el futuro.

II- Se contempla un período de planificación de 5 años y un período para el Valor Terminal o Residual a perpetuo.

III- Se toma de premisas, para elaborar las cuentas de resultados previsionales las siguientes referencias:

Una.- Ventas primer año: 5.000.000 €

Incrementos anuales (2º a 5º año, inclusive) a razón del 5% anual.

Dos.- Coste de ventas

En el primer ejercicio, tras ajustes sobre los datos históricos supone el 60% de la cifra de ventas.

Aplicando mejoras de la gestión de compras y de productividad interna, esta cifra se va a mejorar, reduciéndola en un 0,50% cada año.

Tres.- Las amortizaciones e inversiones

La amortización del inmovilizado asciende a 500.000 €uros en todos los años contemplados.

Por simplificar se considera la misma cifra para las inversiones sustitutivas y de expansión, todos los años contemplados.



ZUBIZARRETA

Cuatro.- Deudas asumidas en el proyecto de continuidad de operaciones

La TGSS tiene un saldo a su favor de 1.000.000 € y se prevé factible lograr un aplazamiento o fraccionamiento a 5 años, con devengo de intereses del 5%.

	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
Amortización Principal	200.000	200.000	200.000	200.000	200.000
Intereses devengados	50.000	40.000	30.000	20.000	10.000

Cinco.- Gastos generales

Incluyendo a los gastos financieros corrientes, la estimación de estos gastos para el primer ejercicio es de 1.200.000 €.

En los años posteriores se estima experimenten un crecimiento del 1%.

Seis.- El tipo de impuesto sobre beneficios

Se estima en el 25%.

Siete.- Inmovilizado

Considerando los registros contables, al inicio del período de proyección, los saldos son:

Valor Contable Bruto	5.600.000 €
Amortización Acumulada	(2.700.000 €)
Valor Contable Neto	2.900.000 €



ZUBIZARRETA

Ocho.- Activo circulante

Se compone de los siguientes valores estimados:

Existencias	1.500.000 €
Clientes	900.000 €
<hr/>	
Total	2.400.000 €
<hr/>	

Su evolución anual de valores, considerando el término de cada ejercicio se estima en un incremento del 4% sobre el ejercicio anterior

Nueve.- Pasivo corriente

Compuesta por proveedores, cuyo saldo al inicio de la proyección asciende a 800.000 Euros.

En los ejercicios sucesivos experimentará un incremento del 2%.

Diez.- Registros para los balances previsionales

En los primeros ejercicios resultan dificultades para acumular la tesorería. Su registro contable se efectúa mediante el aumento del pasivo corriente.

Por simplificar, no se ha ajustado el valor razonable de la deuda con la TGSS, con un fraccionamiento de pago a cinco años.

Las deudas a largo plazo, no se han situado en el corto, por el importe con vencimiento menor a un año.



ZUBIZARRETA

Once.- La tasa de descuento

Se ha estimado una tasa de descuento del 16%, para todos los períodos.

Doce.- La tasa de crecimiento

La tasa de crecimiento (g) para el cálculo del valor terminal se ha considerado en el 2%, con proyección a perpetuidad.

3- ESTADOS PREVISIONALES

Considerando las premisas básicas se presentan a continuación las proyecciones, dentro del período de planificación, sobre:

- Las Cuentas de Resultados Previsionales.
- Balances Previsionales.
- Flujos de Caja Libre Operativos.

CUENTA DE RESULTADOS PREVISIONALES

CONCEPTOS	AÑOS				
	1	2	3	4	5
Ingresos	5.000.000	5.250.000	5.512.500	5.788.125	6.077.531
Coste de Ventas	(3.000.000)	(3.123.750)	(3.252.375)	(3.386.053)	(3.524.968)
Margen de Ventas	2.000.000	2.126.250	2.260.125	2.402.072	2.552.563
Gastos Generales	(1.200.000)	(1.212.000)	(1.224.120)	(1.236.361)	(1.248.725)
Amortizaciones	(500.000)	(500.000)	(500.000)	(500.000)	(500.000)
BAII (operativo)	300.000	414.250	536.005	665.711	803.838
Gastos Financieros	(50.000)	(40.000)	(30.000)	(20.000)	(10.000)
BAI	250.000	375.250	506.005	645.711	793.838
Impuesto sobre Beneficios	(62.500)	(93.563)	(126.501)	(161.428)	(198.460)
BENEFICIO NETO	187.500	280.687	379.504	484.283	595.378

BALANCES PREVISIONALES

CONCEPTOS	AÑOS				
	1	2	3	4	5
<u>ACTIVO</u>					
Inmovilizado Bruto	6.100.000	6.600.000	7.100.000	7.600.000	8.100.000
Amortización Acumulada	(3.200.000)	(3.700.000)	(4.200.000)	(4.700.000)	(5.200.000)
Inmovilizado Neto	2.900.000	2.900.000	2.900.000	2.900.000	2.900.000
Activo Circulante	2.496.000	2.595.840	2.699.674	2.807.661	2.919.967
Tesorería	0	0	0	190.259	490.650
Total Activo	5.396.000	5.495.840	5.599.674	5.897.920	6.310.617
<u>PASIVO</u>					
Pasivo Circulante	908.500	927.653	851.983	865.946	883.265
Deudas a Largo Plazo	800.000	600.000	400.000	200.000	0
Recursos Propios (inic.)	3.500.000	3.500.000	3.500.000	3.500.000	3.500.000
Reservas	187.500	468.187	847.691	1.331.974	1.927.352
Total Pasivo	5.396.000	5.495.840	5.599.674	5.897.920	6.310.617

1.- Obsérvense que el saldo del Positivo Circulante resulta automáticamente por diferencia entre los valores del activo (determinado según premisas básicas) y los del pasivo (determinadas, salvo del pasivo circulante, por las premisas básicas consideradas, y la capitalización en reservas del Beneficio Neto).

En los periodos en los que se incrementa el saldo del pasivo circulante, sobre el Pasivo Circulante según las premisas básicas, se debe a que la empresa no ha generado suficiente tesorería. A partir del año 4, el signo cambia, generándose excedentes de tesorería.

Sigamos los cálculos de lo que sucede en el año 1, lo cual es trasladable a los años siguientes, dentro del período de planificación:

FLUJOS DE CAJA LIBRE OPERATIVOS

CONCEPTOS	AÑOS				
	1	2	3	4	5
BAIL (B° Operativo)	300.000	414.250	536.005	665.711	803.838
(-) Impuestos	(75.000)	(103.563)	(134.001)	(166.428)	(200.960)
BAIDT (B° antes de Intereses y después de Impuestos)	225.000	310.687	402.004	499.283	602.878
(+) Amortizaciones	500.000	500.000	500.000	500.000	500.000
(-) Inversiones	(500.000)	(500.000)	(500.000)	(500.000)	(500.000)
(-) Variación Fondo Maniobra Neto	(80.000)	(83.520)	(87.188)	(91.007)	(94.987)
FCL Operativo	145.000	227.167	314.816	408.276	507.891

a) Pasivo Circulante s/premisas básicas

Inicio de año = 800.000

Incremento 2% = 816.000

b) Saldo necesario del Pasivo Circulante = 908.500

c) Diferencia (a) - (b) = 92.500 (de déficit de tesorería)

d) Origen del déficit de tesorería (año 1)

Beneficio Neto = 187.500

Movimientos en Tesorería Estructurales

1- Reembolso deudas (200.000)

2- Necesidades Fondo Maniobra (80.000)

Diferencia (déficit) 92.500



ZUBIZARRETA

4- CÁLCULO DEL VALOR DE LA EMPRESA EN CONTINUIDAD

a) Aplicando la fórmula

$$\text{Valor Empresa} = \text{Valor Actual del Período de Planificación} + \text{Valor Actual Valor Terminal}$$

Según las premisas básicas, la tasa de descuento se sitúa en el 16% y la tasa de crecimiento de los Flujos Libres de Caja Operativos en el período residual, es el 2%.

b) **Valor Actual del Período de Planificación = 962.812 euros**

c) **Valor Actual del Valor Terminal del Período de Planificación**

$$\text{Valor Terminal} = \frac{507.891 (1,02)}{0,16 - 0,02} = \underline{\underline{3.700.349 \text{ €}}}$$

$$\text{Valor Actual del Valor Terminal} = \frac{3.700.349}{(1,16)^5} = \underline{\underline{1.761.784 \text{ €}}}$$

d) **Total Valor de la Empresa = 2.724.596 euros**

Correspondiente a CONSUR, S.A. como empresa en continuidad de operaciones y liquidación.



ZUBIZARRETA

NOTA:

El valor para los propietarios o accionistas se estiman en este caso, reduciendo las deudas con intereses:

$$\text{Valor Accionistas} = 2.724.596 - 1.000.000 = \underline{\underline{1.724.596 \text{ €}}}$$

Aplicando criterios más precisos, la deuda a descontar será su valor actual, aproximadamente de 865.895 €, resultando un Valor de 1.828.701 €uros.



J- RESUMEN

- 1) El valor de la empresa en su conjunto y de las unidades productivas, bajo la hipótesis de continuidad de operaciones y liquidación (Liquidación Traslativa) en principio debe valorarse siguiendo el método de descuento de Flujos de Caja Libres.
- 2) Tales Flujos hay que establecerlos para cada componente organizativo:
 - La empresa en su conjunto.
 - Cada una de las unidades productivas, que la integran.
- 3) La valoración a realizar considerará una remozada actividad, una vez reestructurada la empresa:
 - Ajustes de plantilla.
 - Adecuación de los medios productivos.
 - Estudio sobre reducción de costes.
 - Etc.
- 4) El proceso para determinar el método de valoración se desarrolla en 3 pasos:
 - Paso 1.-** Estimación de los importes y proyección temporal de los Flujos de Caja esperados.
 - Paso 2.-** Estimación de la tasa de descuento adecuada al riesgo.
 - Paso 3.-** Cálculo del valor actual de la empresa y/o unidades productivas.



- 5) Si la empresa no tiene posibilidad de continuar con sus operaciones en liquidación, se señalará tal circunstancia.

Lo mismo para las Unidades Productivas que integran la empresa.

- 6) Si el equipo de la AC no está habituada a realizar trabajos de valoración de empresas, podrá solicitar y proponer al Juez el nombramiento, en consonancia al artículo 83 de la LECO, de un experto en la materia.
- 7) El resultado de las valoraciones no tienen porqué ser cifras concretas, pudiendo establecerse un rango entre un mínimo y un máximo, en función de si las premisas consideradas para el establecimiento de las previsiones obedecen a criterios prudentes u optimistas, así como por variaciones aplicables en el desarrollo de la metodología de valoración.



ZUBIZARRETA

PARTE II

SECCIÓN II- MÉTODO DEL VALOR SUSTANCIAL

K- DESCRIPCIÓN GENERAL

L- CRITERIOS Y FÓRMULAS DE VALORACION

M- ACLARACIÓN DE CONCEPTOS DEL ARTÍCULO 94.5

N- ACLARACIÓN DE CONCEPTOS DEL ARTÍCULO 149.3^a

O- EJEMPLO NUMÉRICO

P- RESUMEN



K- DESCRIPCIÓN GENERAL

1- El Valor Sustancial se identifica con la inversión a realizar en bienes y derechos identificativos del activo total:

- Inmovilizado, y
- Circulante

para dar lugar a la creación de una empresa igual y en las mismas condiciones a la que es objeto de valoración.

Con más precisión: es el valor de reposición de los activos necesarios para la actividad empresarial y de sus unidades productivas y se identifica con la inversión necesaria para la empresa objeto de valoración y para desarrollar sus mismos negocios, teniendo en cuenta el estado en que se encuentra.

2- No forman parte del Valor Sustancial los bienes y derechos que no sean estrictamente necesarios para el funcionamiento de la actividad empresarial que se pretende valorar, como pueden ser:

- Bienes inmuebles ociosos y/o excesivos.
- Marcas sin imagen ni uso.
- Participaciones en otras empresas.
- Etc.

3- Ejemplo

I) Para simplificar se estima que la empresa dispone de los pabellones y oficinas en régimen de alquiler.



ZUBIZARRETA

Los bienes del inmovilizado y resto del activo representan los siguientes datos:

€uros				
	Valor Neto Contable	Años de Adquisición	Valor en Nuevo	Vida útil en nuevo
Instalaciones técnicas	700.000	6	1.300.000	10
Maquinaria	900.000	6	2.000.000	10
Ustillaje	100.000	5	300.000	7
Mobiliario	50.000	6	200.000	10
Equipos para procesos de información	10.000	2	60.000	5
Existencias	200.000	-	200.000	-
Clientes	300.000	-	300.000	-
Tesorería	1.000.000	-	1.000.000	-
Acciones (Iberdrola)	400.000	4	550.000	-
Total Activo	3.660.000	-	5.910.000	-

En nivel de existencias es normal, considerando la actividad de la empresa. Lo mismo respecto el saldo de clientes.

El saldo de tesorería se estima excesivo, siendo suficiente para el tráfico normal un saldo de 90.000.

II) Con los datos precedentes se establece el siguiente valor sustancial:

	Valor Neto Contable
Instalaciones técnicas	520.000
Maquinaria	800.000
Ustillaje	85.714
Mobiliario	80.000
Equipos para procesos de información	36.000
Existencias	200.000
Clientes	300.000
Tesorería	90.000
Valor Sustancial	2.111.714



L- CRITERIOS Y FÓRMULAS DE VALORACIÓN

- 1- Como primer paso, al igual que en el método de DFC, es preciso establecer lo que comprende la Empresa en su Conjunto y las Unidades Productivas que la integran.
- 2- El enfoque más apropiado, al igual que para el método de DFC, consiste en el de “abajo hacia arriba”, es decir en primer lugar se valorarán las Unidades Productivas que integra la empresa, como unidades de actividad diferenciadas, para luego proceder a la Valoración de la Empresa en su Conjunto.

Normalmente, el valor de la Empresa en su conjunto resultará del sumatorio de los valores de las Unidades Productivas.

- 3- En todo momento considerando las bases descritas en el apartado anterior K- DESCRIPCIÓN GENERAL.
- 4- La LECO, en su artículo 94.5 regula la valoración de los bienes que garantizan créditos con privilegio especial:

El valor de las garantías constituidas en aseguramiento de los créditos que gocen de privilegio especial, se evaluarán en los nueve décimos (9/10) del valor razonable del bien o derecho sobre el que esté constituida la garantía, deduciéndose, las deudas pendientes que gocen de garantía preferente sobre el mismo bien, sin que en ningún caso el valor de la garantía pueda ser inferior a cero, ni superior al valor del crédito privilegiado ni al valor de la responsabilidad máxima hipotecaria o pignoratícia que se hubiese pactado.

- 5- El valor razonable de los bienes y derechos que garantizan créditos de acreedores con privilegio especial queda determinado:



- I) En caso de valores mobiliarios que coticen en un mercado secundario oficial o en otro mercado regulado o de instrumentos del mercado monetario:
- **En el precio medio ponderado** al que hubieran sido negociados en uno o varios mercados regulados en el último trimestre anterior a la fecha de declaración del concurso, de conformidad con la certificación emitida por la sociedad rectora del mercado secundario oficial o del mercado regulado de que se trate.
 - Estos valores, en muchos casos, no serán objeto de valoración para su incorporación al Valor Sustancial, dado que, en general, no se considerarían estrictamente necesarios para el funcionamiento de la actividad empresarial.
- II) **En caso de bienes inmuebles**, el resultante del informe emitido por una sociedad homologada e inscrita en el Registro Especial del Banco de España.
- III) **En el caso de bienes distintos** de los señalados en los apartados anteriores (I y II) el resultante del informe emitido por un experto independiente.
- IV) Los informes previstos en II) y III) no serán necesarios cuando dicho valor hubiera sido determinado por experto independiente, dentro de los 6 meses anteriores a la fecha de declaración del concurso. Si concurrieran nuevas circunstancias que pudieran modificar significativamente el valor razonable de los bienes, deberá aportarse nuevo informe de experto independiente.
- 6- Por otro lado, es aconsejable que para los bienes que no estén gravados con garantía de acreedores privilegiados, se proceda a su valoración por experto independiente de conformidad con los principios y normas de valoración generalmente reconocidos para dichos bienes.



- 7- El valor de la garantía de los créditos privilegiados, siguiendo el procedimiento de los apartados anteriores (4 y 5) en ningún caso pueda ser inferior a cero.
- Ni superior al valor del crédito privilegiado ni al valor de la responsabilidad máxima hipotecaria o pignoratícia que se hubiese pactado.
 - Si la garantía de un mismo acreedor recae sobre varios bienes, se sumará la resultante de aplicar sobre cada uno de los bienes la deducción, sobre los (9/10) del valor razonable, las deudas pendientes que gocen de garantía preferente sobre el mismo bien, sin que el conjunto de las garantías reales pueda exceder del valor del crédito del acreedor correspondiente.
- 8- En caso de garantía constituida en proindiviso a favor de dos o más acreedores, el valor de la garantía correspondiente a cada acreedor será el resultante de aplicar al valor total del privilegio especial la proporción que en el mismo corresponda a cada uno de ellos, según las normas y acuerdos que rijan el proindiviso.



M- ACLARACIÓN DE CONCEPTOS DEL ARTÍCULO 94.5

1- VALOR RAZONABLE

- a) Hace referencia para establecer el valor de las garantías a favor de los créditos con privilegio especial.
- b) En el apartado anterior L (4 y 5) se ha hecho referencia a la determinación del valor razonable, sintetizándose en:

I- Valores mobiliarios que coticen en mercado secundario oficial o en otro mercado regulado o de instrumentos financieros

- **Precio medio ponderado** en que se hubieran negociado en uno o varios mercados en el último trimestre anterior a la fecha de declaración de concurso.
- **Certificación** emitida por la sociedad rectora del mercado oficial.

II- Bienes Inmuebles

- **Certificación emitida** por sociedad de tasación homologada e inscrita en el Registro Especial del Banco de España.

III- Otros Bienes

- Informe emitido por experto independiente.



ZUBIZARRETA

2- VALOR DE LAS GARANTÍAS CONSTITUIDAS

a) Los nueve décimos (9/10) del valor razonable deducidas las deudas pendientes que gocen de garantía preferente sobre el bien o derecho.

b) Sin que el resultado (a) la garantía puede ser:

I- Inferior a:

- Cero.

II- Ni superior a:

- Al valor del crédito privilegiado.
- Al valor de la responsabilidad máxima hipotecaria o pignoratícia que se hubiese pactado.

3- DEUDAS PENDIENTES QUE GOCEN DE GARANTÍA PREFERENTE SOBRE EL MISMO BIEN

A continuación se exponen los siguientes conceptos que deben considerarse de dicha preferencia:

I- Deuda que goce de garantía preferente sobre un privilegio especial lo constituyen los de su misma naturaleza pero con anotación inscrita de fecha anterior.

Por ejemplo, si el BBVA tiene una hipotética gravada sobre el Edificio de la deudora con inscripción a fecha 1 de abril de 2012 y resulta que el POPULAR tiene una hipoteca inscrita con fecha 1 de marzo de 2012, se entiende:



ZUBIZARRETA

“que el privilegio especial del BBVA, constituye una deuda pendiente que goza de garantía preferente sobre la hipoteca a favor del POPULAR”.

II- Por otro lado, existen créditos preferentes, que tienen derecho de cobro antes que los créditos con privilegio especial. Como resaltables se citan:

- Los últimos 30 días de salario, con el tope del doble del salario interprofesional. Siempre que estén pendientes de pago y no haya otra posibilidad para realizarlo.
- El Impuesto Municipal sobre Bienes Inmuebles (IBI), sobre la última anualidad, vencida y no pagada que graviten sobre los bienes del deudor.
- Créditos por las primas de seguro, de los dos últimos años, para el aseguramiento del bien hipotecado.
- Créditos a favor de la comunidad de copropietarios para el cobro de las cuotas de los dos últimos años.
- Los alquileres o rentas de los últimos 12 meses de la finca en que se produjeran, almacenaran o depositaran los bienes pignoratícios (Disp. Final 4ª).
- Cargas de urbanización (STS N°379 /2014 de 15 de julio).

III- ¿Es posible considerar como concepto de deuda pendiente que goza de garantía preferente, los gastos referidos en el artículo 149, regla 4ª, primer párrafo?:

“.... Que deberán incluir una partida relativa a los gastos realizados por la empresa declarada en concurso para la conservación en funcionamiento de la actividad hasta la adjudicación definitiva...”



ZUBIZARRETA

- Únicamente caben las deudas pendientes de pago.
- Hay que entender que todos gastos corresponden a lo estrictamente necesario: reparaciones, seguros, guardas de seguridad...

4- EN NINGÚN CASO EL VALOR DE LA GARANTÍA SERÁ INFERIOR A CERO

- a) Se entiende que el valor razonable a los nueve décimos del bien, reducido en las deudas pendientes que gocen de garantía no puede ser cuantificado como menor de cero, es decir, negativo.
- b) El hecho de que no sea negativo el valor de la garantía permite aplicar sin problemas de cálculo lo establecido por el artículo 149.3ª.a).

5- CRÉDITO PRIVILEGIADO

Su cuantía se corresponde al valor actual de la deuda, incluyendo principal más intereses devengados y cubiertos por la garantía real, pero ajustado al cálculo ya comentado del artículo 94.5.

6- RESPONSABILIDAD MÁXIMA HIPOTECARIA O PIGNORATICA QUE SE HUBIESE PACTADO

→ Es la cantidad máxima a que estaría afecto el bien hipotecado o pignorado por impago del préstamo que garantiza.



ZUBIZARRETA

→ El importe viene establecido en la correspondiente escritura pública, comprendiendo la responsabilidad máxima:

- El principal del préstamo.
- Los intereses ordinarios y los de demora (2 a 5 años, según el caso).
- Las costas y gastos de ejecución.



N- ACLARACIONES DE CONCEPTOS DEL ARTÍCULO 149.3^a

a) Cobra especial importancia la regla 3^a del artículo 149, cuya modificación se introdujo por el RDL (11/2014).

b) Sentido inicial de la regla 3^a

- Siempre que no se haya aprobado el Plan de Liquidación y no lo hubiese contemplado el mismo.
- Propugna en principio el procedimiento de apremio establecido en la Ley de Enjuiciamiento Civil, contenido en su CAPITULO IV, y sus secciones (1^a a 7^a).
- Establece como principio básico para la enajenación de los bienes y derechos afectos a crédito con privilegio especial la aplicación del artículo 155.4, salvo especificaciones que se señalan a continuación.

c) Bienes gravados incluidos en las unidades productivas que se enajenan

I- Transmisión sin subsistencia de la garantía

Corresponderá a los acreedores privilegiados la parte proporcional del precio obtenido equivalente al valor del bien o derecho, sobre el que se ha constituido la garantía, suponga respecto al valor global de la empresa o unidad productiva transmitida.

(El apartado O- EJEMPLO NÚMÉRICO, contiene el desarrollo explicativo de este reparto).



II- Caso en el que el precio a percibir no alcanzase el valor de la garantía, calculada está según el artículo 94.5.

Requisitos:

Uno.- Deben manifestar su conformidad a la transmisión los acreedores con privilegio especial que **tengan derecho a la ejecución separada.**

Se entiende que, salvo situaciones especiales, únicamente tienen derecho a la ejecución separada.

- Según establece el artículo 56, los acreedores con garantía real en los casos en que los que **haya transcurrido un año desde** la declaración del concurso sin que se hubiere producido la apertura de liquidación.
- Según el artículo 57, una vez abierta la fase de liquidación, los acreedores que antes de la declaración del concurso hubieran ejercitado la acción real, y quedaron suspendidos tras el concurso los derechos de la ejecución separada. Obsérvese que el artículo 5.bis, posibilita el ejercicio de la acción real sobre los bienes y derechos afectos a su garantía.
- Según el artículo 140, en caso de incumplimiento del Convenio, los acreedores en privilegio especial que se hubiera adherido al convenio.
- En caso de incumplimiento de la comunicación del artículo 155.2.

Dos.- La manifestación de conformidad **represente al menos el 75 por ciento del pasivo de esta naturaleza afectado por la transmisión.**

El pasivo de esta naturaleza hace referencia a los acreedores con privilegio especial y con derecho de ejecución separada.

Tres.- Que para el cómputo del 75% **pertenezca a la misma clase** determinada en el artículo 94.2. En este caso acreedores con privilegio especial:



ZUBIZARRETA

- 1- Laborales.
- 2- Públicos.
- 3- Financieros.
- 4- Resto de acreedores.

Se precisa el cumplimiento de la conformidad mínima del 75% en las citadas cuatro clases. En caso contrario se procederá a la enajenación con subsistencia de las garantías.

d) Si se transmite con subsistencia de cargas, no será necesario el consentimiento del acreedor privilegiado.

e) Ejemplo numérico

- Se enajena una unidad productiva por el importe de 2.000.000 €uros.
- En dicha unidad productiva figura el inmueble que tiene las siguientes garantías:

		Fecha inscripción
Hipoteca del BBVA	400.000 €uros	02.03.2009
Hipoteca del POPULAR	300.000 €uros	10.05.2009
Un proveedor de materiales	100.000 €uros	05.03.2009

El importe a percibir para los créditos con privilegio especial es de 500.000,00 €uros.

El POPULAR inició las acciones reales de ejecución con anterioridad a la declaración del concurso.



ZUBIZARRETA

La lógica de sucesos:

El importe percibido de 500.000 €uros se reparte en función de las preferencias, por orden de inscripción de la carga hipotecaria:

BBVA	400.000 €uros
Proveedor	100.000 €uros
Total	<u>500.000 €uros</u>

La actuación previsible del POPULAR será no dar conformidad a la enajenación libre de cargas, por lo que subsistirán las cargas.

En tal caso, ¿cómo actuará el comprador-inversor?

Si realmente está interesado en la actividad, procederá a descontar de los 2.000.000 €uros, el importe de las cargas asumidas 800.000 €uros, desembolsado únicamente 1.200.000 €uros.



O- EJEMPLO NUMÉRICO

Los datos y números del ejemplo no se corresponden con ningún caso real, por lo que sus cuantías son meramente enumerativas.

1- DESCRIPCIÓN

1.1- La deudora dispone de 2 talleres independientes donde fabrica y después comercializa dos productos diferenciados: “A” y “B”.

Es propietaria de los dos pabellones y de las instalaciones, y maquinaria y demás bienes productivos, en ellos contenidos.

La sede central está en el pabellón de “A”, donde se ubican las oficinas administrativas y comerciales, que sirven de apoyo a las dos unidades productivas.

1.2- Se ha procedido a establecer el Valor Sustancial, de cada unidad productiva, así como del conjunto de la empresa, bajo los siguientes procedimientos:

- Informe de sociedad de tasación homologada e inscrita en el Banco de España, para la tasación de los inmuebles gravados por hipotecas.
- Resto de bienes productivos, de administración y comerciales, según tasación de experto independiente.
- El Activo Circulante según datos contables y ajustado a las necesidades actuales de la actividad.



ZUBIZARRETA

Resultando los siguientes valores:

PABELLÓN "A"	- € -
Valor razonable bienes inmuebles	2.000.000
Tasación resto bienes productivos	900.000
Tasación bienes de administración y comerciales	100.000
Activo Circulante	200.000
Total	3.200.000

PABELLÓN "B"	- € -
Valor razonable bienes inmuebles	3.000.000
Tasación resto bienes productivos	1.200.000
Activo Circulante	300.000
Total	4.500.000

1.3- CARGAS HIPOTECARIAS

- € -				Bienes Gravados	
Banco	Fecha Inscripción	Saldo pendiente	Responsabilidad Máxima Hipotecaria	Pabellón "A"	Pabellón "B"
1- POPULAR	01.03.2010	2.200.000	3.000.000	X	X
2- BS	01.06.2010	1.900.000	2.200.000	X	-
3- BBVA	01.07.2010	1.000.000	1.500.000	X	X



ZUBIZARRETA

1.4- DEUDAS PREFERENTES

- € -

	Pabellón "A"	Pabellón "B"
IBI (pendiente de pago)	12.000	15.000
Comunidad de Copropietarios	20.000	30.000

1.5- ENAJENACIÓN DE LAS UNIDADES PRODUCTIVAS

Tras la Fase de Liquidación se procede a la enajenación de las dos unidades productivas, en los siguientes precios y condiciones:

Unidad Productiva "A" **1.200.000 €**

El inversor se hace cargo de las deudas con la
TGSS que ascienden a 500.000 €.

Unidad Productiva "B" **1.500.000 €**

El inversor se hace cargo de las siguientes deudas:

- Trabajadores 100.000
- TGSS 600.000



2- CUESTIONES A RESOLVER

- 2.1- Valor razonable de los bienes hipotecados.
- 2.2- Valor de las garantías constituidas en aseguramiento de las hipotecas.
- 2.3- Clasificación de los créditos hipotecarios.
- 2.4- Importe a abonar a los créditos hipotecarios tras la enajenación de las unidades productivas.
- 2.5- Importe que corresponde a los acreedores privilegiados (preferentes y de privilegio especial).

2.1- VALOR RAZONABLE DE LOS BIENES HIPOTECADOS

Pabellón "A" (identificado según informe de sociedad a tasación homologada, al respecto)	2.000.000 €
Pabellón "B" (identificado según informe de sociedad a tasación homologada, al respecto)	3.000.000 €
Totales	5.000.000 €

2.2- VALOR DE LAS GARANTÍAS CONSTITUIDAS EN ASEGURAMIENTO DE LAS HIPOTECAS

I) Garantías Hipotecarias "POPULAR"

- € -

Paso 1 (9/10) del Valor Razonable

$(9/10) \times 2.000.000 // (9/10) \times 3.000.000$

Total →

Pab. "A"	Pab. "B"
1.800.000	2.700.000
4.500.000	



ZUBIZARRETA

- € -

Paso 2 **Deducción de deudas pendientes que gozan de garantía preferente**

IBI
Comunidad de Copropietarios

Subtotales

Total →

Pab. "A"	Pab. "B"
12.000	15.000
20.000	30.000
32.000	45.000
77.000	

- € -

Paso 3 **Garantías resultantes**

4.500.000 – 77.000

Total →

Pab. "A"	Pab. "B"
1.768.000	2.655.000
4.423.000	

- € -

Paso 4 **Límite crédito privilegiado: 2.200.000 €**

Garantías de los bienes
(proporcional paso 3)

Total →

Pab. "A"	Pab. "B"
879.403	1.320.597
2.200.000	

En la lista de acreedores se mantiene como crédito con privilegio especial en su totalidad (2.200.000 €)

II) Garantías Hipotecarias "BS"

- € -

Paso 1 **(9/10) del Valor Razonable**

(9/10) x 2.000.000

Total →

Pab. "A"	Pab. "B"
1.800.000	--
1.800.000	



ZUBIZARRETA

- € -

Paso 2 **Deducción de deudas pendientes que gozan de garantía preferente**

IBI y Comunidad de Copropietarios
Hipoteca preferente POPULAR

Total →

Pab. "A"	Pab. "B"
32.000	--
879.403	--
911.403	

- € -

Paso 3 **Garantías resultantes**

1.800.000 - 911.403

Total →

Pab. "A"	Pab. "B"
888.597	--
888.597	

- € -

Paso 4 **Límite crédito privilegiado: 1.900.000 €**

Garantías de los bienes

Total →

Pab. "A"	Pab. "B"
888.597	--
888.597	

En la lista de acreedores se califican:

- Privilegio especial	888.597
- Crédito ordinario	1.011.403
	<hr/> 1.900.000

III) Garantías Hipotecarias "BBVA"

- € -

Paso 1 **(9/10) del Valor Razonable**

$(9/10) \times 2.000.000 // (9/10) \times 3.000.000$

Total →

Pab. "A"	Pab. "B"
1.800.000	2.700.000
4.500.000	



ZUBIZARRETA

- € -

Paso 2 Deducción de deudas pendientes que gozan de garantía preferente

IBI y Comunidad de Copropietarios
Crédito hipotecario "POPULAR"
Crédito hipotecario "BS"

Subtotales

Total →

Pab. "A"	Pab. "B"
32.000	45.000
879.403	1.320.597
888.597	--
1.800.000	1.365.597
3.165.597	

- € -

Paso 3 Garantías resultantes

1.800.000 - 1.800.000 // 2.700.000 - 1.365.597

Total →

Pab. "A"	Pab. "B"
0	1.334.403
1.334.403	

- € -

Paso 4 Límite crédito privilegiado: 1.000.000 €

Garantías de los bienes
(proporcional paso 3)

Total →

Pab. "A"	Pab. "B"
0	1.000.000
1.000.000	

En la lista de acreedores se mantiene como crédito con privilegio especial en su totalidad (1.000.000).

2.3- CLASIFICACIÓN DE LOS CRÉDITOS HIPOTECARIOS

€

Créditos	Priv.Especial	Ordinario	Total
1- "POPULAR"	2.200.000	--	2.200.000
2- "BS"	888.597	1.011.403	1.900.000
3- "BBVA"	1.000.000	--	1.000.000
Totales	4.088.597	1.011.403	5.100.000



ZUBIZARRETA

2.4- IMPORTE A ABONAR A LOS CRÉDITOS HIPOTECARIOS (PRIVILEGIO ESPECIAL)

En este caso se aplica directamente el contenido del artículo 149.3ª.a)

€				
Nº	Conceptos	Pab. "A"	Pab. "B"	Total
1-	Importe enajenación	1.200.000	1.500.000	2.700.000
2-	Valor Unidad Productiva	3.200.000	4.500.000	7.700.000
3-	Valor razonable pabellones	2.000.000	3.000.000	5.000.000
4-	(3) x 100 / (2)	62,50%	66,67%	-
5-	Importe para acreedores privilegiados	750.000	1.000.050	1.750.050

2.5- IMPORTE QUE CORRESPONDE A LOS ACREEDORES PRIVILEGIADOS (PREFERENTES Y DE PRIVILEGIO ESPECIAL)

2.5.1- UNIDAD PRODUCTIVA "A"

	€
Importe de enajenación	1.200.000
Importe para los acreedores con privilegio especial	750.000
Distribución	750.000
▪ .."POPULAR"	750.000
▪ .."BS"	0
▪ .."BBVA"	0

Lo no cobrado de la garantía por estos bancos, pasa a la calificación de crédito ordinario:

	€
"POPULAR" (879.403 - 750.000)	129.403
"BS" (888.597 - 0)	888.597
"BBVA" (0 - 0)	0
Subtotal	1.018.000



ZUBIZARRETA

2.5.2- UNIDAD PRODUCTIVA "B"

	€
Importe de enajenación	1.500.000
Importe para los acreedores con privilegio especial	1.000.050
Distribución	1.000.050
▪ .. "POPULAR"	1.000.050
▪ .. "BBVA"	0

Lo no cobrado de la garantía por estos bancos, pasa a la calificación de crédito ordinario:

	€
"POPULAR" (1.320.597 - 1.000.050)	320.547
"BBVA" (1.000.000 - 0)	1.000.000
Subtotal	1.320.547

2.6- CUADRE DE IMPORTES

Entidad	Saldo Pendiente	Pasa a Ordinario art. 94.5	Cobros art. 149.3 ^a	Pasa a Ordinario art. 149.3 ^a
POPULAR	2.200.000	0	1.750.050	449.950
BS	1.900.000	1.011.403	0	888.597
BBVA	1.000.000	0	0	1.000.000
Total	5.100.000	1.011.403	1.750.050	2.338.547



P- RESUMEN

- 1) Considerando una Interpretación Patrimonial del nº 5 del apartado 2 de la LECO, se llega al método de VALORACIÓN SUSTANCIAL.
- 2) El Valor Sustancial se identifica con la inversión a realizar en bienes y derechos identificativos del activo de una empresa, para dar lugar a la creación de una empresa igual y en las mismas condiciones a la nuestra.
- 3) Su valoración requiere aplicar el principio de valor de reposición, ajustado a la realidad de los bienes que integran el activo.
- 4) Aunque en el mundo doctrinal y de práctica profesional sobre valoración de empresas, el método de valoración del Valor Sustancial ha quedado relegado en su aplicación, sin embargo los artículos 94.5 y 149.3^a de la LECO permiten su adaptación a efectos de cálculo de valores y el reparto del importe obtenido en la enajenación de la empresa en su conjunto y/o sus unidades productivas.
- 5) La valoración resultante del método del Valor Sustancial es determinista, es decir establece valores de importes concretos, sin que, salvo situaciones excepcionales, se establezcan rango de valores.



ZUBIZARRETA

PARTE III

Q- CONCLUSIONES



Q- CONCLUSIONES

- 1) El número 5º de apartado 2 del artículo 75, de la LECO, introducida por el Real Decreto-Ley 11/2014, de 5 de setiembre, de medidas urgentes en materia concursal, entró en vigor el 7 de setiembre de 2014, salvo que la empresa ya estuviese en proceso concursal, a esta fecha, y la Administración Concursal hubiese emitido el informe, en cuyo caso no será aplicable.
- 2) En el presente documento se han considerado dos interpretaciones sobre dicho número 5º.

UNO – La interpretación Doctrinal y de Práctica Profesional.

DOS – La interpretación Patrimonial

- 3) Aunque nuestra opinión es favorable a la interpretación doctrinal y de práctica profesional, tampoco podemos dejar de lado la interpretación patrimonial.
- 4) En la primera de las interpretaciones se aplicará, siguiendo la corriente actualizada en los métodos de valoración de empresas, el Descuento de Flujos de Caja.

Para la interpretación patrimonial, consideramos válido el método del Valor Sustancial.

- 5) A pesar de que a efectos de valoración de Empresas propugnamos el criterio de la práctica profesional, admitimos que la interpretación patrimonial, se ajusta en mayor medida al contenido de los artículos 94.5 y 149.3ª a), introducidos, asimismo, por el citado Real Decreto Ley 11/2014.



- 6) Como la LECO no recoge ninguna definición de lo que es la “Valoración de la empresa en conjunto y de las unidades productivas”, corresponde al Administrador Concursal de turno aplicar, al menos uno de los métodos descritos.

Lo perfecto sería aplicar ambos, pero se presenta el inconveniente de la falta de tiempo para su desarrollo, y en otros casos se puede encontrar la Administración Concursal sin una colaboración eficaz por parte de interlocutores de la empresa.

- 7) No tenemos duda de que en la aplicación práctica se desarrolle, amplie y mejore el contenido del presente Estudio-Documento.

DICIEMBRE 2014



ZUBIZARRETA

ANEXOS

Nº 1- SIGLAS UTILIZADAS.



ANEXO N° 1: SIGLAS UTILIZADAS

AC	=	Administración Concursal
APV	=	Valor Actual Ajustado
BAIDT	=	Beneficio antes de Intereses y después de Impuestos
BAIT	=	Beneficio antes de intereses e impuestos
BAT	=	Beneficio antes de Impuestos
DFC	=	Descuento de Flujos de Caja
FEE	=	Federación de Expertos Contables Europeos
LECO	=	Ley Concursal
TGSS	=	Tesorería General de la Seguridad Social
VE	=	Valor de la Empresa