

# Grado Universitario en Economía

## Curso académico 2018/2019



**Universidad**  
Zaragoza

# TFG

**PLANIFICACIÓN FISCAL DE UNA EMPRESA DESDE SU  
CONFECCIÓN HASTA PRIMER EJERCICIO. ESCENARIOS  
FINANCIEROS. CASO DE LAS OPAS**

Álvaro Blesa Quílez

Tutor: Jaime Vallés

## *Resumen*

Este trabajo pretende otorgar una visión detallada de cada uno de los pasos de una empresa, desde su creación hasta su primer ejercicio, abordando cada uno de los procesos fiscales pertinentes para su cumplimiento con la Agencia Tributaria, incluyendo todos los posibles escenarios y aspectos financieros que pueden darse lugar en el recorrido de una compañía en el mercado. A su vez, se planteará un análisis de los principales aspectos financieros en los que una empresa puede tomar partido, incluyendo la salida a bolsa, las operaciones de Oferta pública de Venta y de Suscripción (OPV y OPS, respectivamente) y del caso del concurso de acreedores, como herramienta en situaciones de insolvencia e impago a clientes.

A continuación, realizaremos un estudio sobre las fusiones y adquisiciones, repasando, tanto sus motivos, como sus procedimientos y su importancia creciente en la actualidad.

En el apartado más analítico del trabajo, nos centraremos en el caso de las OPAS en España, y cuáles son los factores explicativos, que tienen mayor consecuencia en el empleo de la empresa en caso de ser adquirida. Para ello, nos basaremos en los estudios empíricos existentes, y en la metodología usada por los especialistas. Así, posteriormente, llevaremos a cabo una propuesta propia, haciendo una traslación de los estudios observados para emplearlos en un análisis regional, que ponga de manifiesto la vulnerabilidad o no de Aragón ante posibles operaciones de adquisición sobre nuestras empresas.

Por último, analizaremos la situación de España en cuanto a operaciones de fusión y adquisición en el marco global, comparando su peso y tendencia con los principales países de nuestro entorno.

## *Abstract*

This project tries to give a detailed vision of all the steps that take part in the track of a company, from its foundation until the first business result in the market, covering all the necessary processes to verify the tax duties with the state.

Besides, we will provide an analysis of all the possible financial scenarios that could take place during the operation of the company in the market, including the Initial Public Offering in the stock (IPO), public offers of sale and suscription, and bankruptcy as a useful tool in case of insolvency and existance of unpaid clients.

In addition, we will perform a study about mergers and acquisitions (M&A), not only covering the reasons for its executions, but also its procedure and growing importance.

In the most analytic apart, we will be focused on the case of acquisitions in Spain,. For it, we will base our conclusions on the existing empiric studies and on the methodology used by specialists. After that, we will be able, using this information, to provide an own proposal that proves the situation of weakness or strenth of Spain when aquisitons takes place in the region.

To conclude, we will study the current position of Spain compared with the principal countries of our environment in the area of mergers and acqusiitions.

# Índice

Resumen del trabajo .....	
Abstract .....	
Introducción	
1.1 PROCESO DE CONSTITUCIÓN .....	
1.2 ACTIVIDAD EMPRESARIAL .....	
2.1 ESCENARIOS FINANCIEROS.....	
2.2 CONCURSO DE ACREEDORES.....	
2.3 FUSIONES Y ADQUISICIONES (M&A).....	
2.4 REVISIÓN LITERARIA EMPÍRICA Y PLANTEAMIENTO DE HIPÓTESIS .....	
2.5 PROPUESTA PROPIA.....	
2.6 ESPAÑA EN EL CONTEXTO EUROPEO.....	
2.7 CONCLUSIONES.....	
3. BIBLIOGRAFÍA.....	

## INTRODUCCIÓN

El presente trabajo trata de una forma detallada cada uno de los aspectos fiscales que tienen lugar en la trayectoria de una empresa en el mercado, entendiendo este recorrido como el periodo desde su constitución y puesta en marcha de su actividad económica, hasta la finalización del primer ejercicio. A su vez, el trabajo plantea cada uno de los posibles aspectos y escenarios financieros que pueden ocurrir en el recorrido de la empresa en el mercado, véase instituciones de inversión colectivas, las distintas fuentes de financiación, o las diferentes consecuencias de una mala gestión a bordo de la empresa.

Este trabajo nace de la firme curiosidad práctica del funcionamiento de las empresas, un aspecto en creciente evolución debido a la cada vez mayor facilidad para la creación de empresas, la globalización, las nuevas formas de financiación y la cooperación entre empresas, con lo que todo ello repercute en el empleo. Por tanto, es fundamental realizar un trabajo de explicación del proceso completo de fundación y ejercicio, detallando todos y cada uno de los requerimientos a realizar para cumplir con la Agencia Tributaria, y llevar a cabo la actividad empresarial siempre con un absoluto respeto a la normativa vigente.

Para analizar de forma adecuada cada una de las citas de cumplimiento fiscal por parte de la empresa nos basaremos durante todo el transcurso del trabajo en la legislación vigente, especialmente la dedicada a un ejemplo de Sociedad de Responsabilidad Limitada, por ser esta la forma más común de constitución de una sociedad. Como no puede ser de otra manera, abordaremos cada uno de los pasos que realiza la empresa en el mercado de forma absolutamente cronológica, siguiendo el orden natural que exige la normativa y sus obligaciones fiscales.

Más tarde y como bloque de análisis y estudio concreto, nos centraremos en el caso de las ofertas públicas de adquisición en España, y en la influencia que tienen en el empleo de las sociedades que adquieren. Para dicho análisis nos basaremos en los estudios empíricos realizados tanto en España como en el ámbito internacionales, atendiendo a la metodología econométrica adecuada y comentando los resultados obtenidos para el caso que nos concierne.

A continuación realizaremos una propuesta propia, con una hipótesis personal que plantearemos, trasladando la información empírica existente a una visión personal, que en nuestro caso estará circunscrita al ámbito regional de Aragón, llegando a conclusiones sobre la influencia de las OPAS específicamente en nuestra comunidad.

## **1.1 PROCESO DE CONSTITUCIÓN**

El primer paso a llevar a cabo a la hora de constituir una sociedad es elegir una forma jurídica. Esta decisión debe ser meditada y tendrá importantes consecuencias en cuanto a los cumplimientos fiscales, por tanto deberemos tomar la decisión atendiendo a parámetros como la responsabilidad, que puede ser limitada o ilimitada, el número de socios, o el capital social, siendo este el mínimo necesario para poder constituir una sociedad. Como hemos afirmado anteriormente, la forma más común en España es la de Sociedad de Responsabilidad Limitada sólo por detrás del caso de las personas físicas individuales, que contará con epígrafe propio más adelante. Por lo tanto, elegiremos esta para abordar el trabajo y plantear los casos más generales a los que se enfrenta una empresa, de manera que la fotografía que haremos será más fidedigna. Como su nombre indica, en este caso la responsabilidad de los socios es limitada al capital aportado, el capital social mínimo son 3.005€, y el número de socios es uno.

Una vez elegida la forma jurídica, tendremos que cumplir con las obligaciones fiscales que hemos adquirido, que en este caso estará sujeta al Impuesto de Sociedades y al IVA. Además, deberemos cumplir escrupulosamente con la regulación recogida en el Real Decreto Legislativo 1/2010, por el cual queda aprobado el texto refundido de la Ley de sociedades de Capital.

A continuación, con el fin de poder comenzar con la tramitación necesaria para la explotación de la actividad debemos establecer un nombre que sirva como identificación de la compañía, tanto ante la Administración, como antes los clientes y proveedores, y complementariamente identificaremos nuestra actividad mediante un código, denominado CNAE, que tiene asociada una determinada actividad, por lo que resulta vital para la identificación de nuestra actividad productiva hacia terceras personas o empresas, en nuestro caso hablaremos de una sociedad de responsabilidad limitada.

### **1.1.1 Certificación del nombre en el Registro Mercantil y escritura pública**

En este paso trataremos de comprobar si la denominación elegida es válida. Es por ello que únicamente recibiremos la certificación correspondiente, si no existe ninguna otra sociedad que figure registrada en el Registro Mercantil con el mismo nombre. Esta certificación tendrá un coste recogido en el artículo 2.2.a de la Ley 58/2003, de 17 de diciembre de la Ley General Tributaria de 16€, y la duración de este trámite suele ser de entre dos y tres días.

Inmediatamente después, el siguiente trámite debe consistir en hacer pública nuestra sociedad con la denominación elegida y certificada, el número de socios que la conforman, el capital aportado, y los estatutos. Para ello, será necesaria una

escritura ante notario, gravada sin embargo, por el Impuesto de Transmisiones Patrimoniales Onerosas y Actos Jurídicos Documentados, responsabilidad de las CCAA según el Real Decreto Legislativo 1/1993, de 24 de septiembre. A su vez, el artículo 45.I.B.11 del RDL 1/1993 de 24 de Septiembre expone, adicionalmente, que la constitución de sociedades, además de otras operaciones societarias, quedan exentas del impuesto.

Esta exención no elimina la obligación de declaración del impuesto, para la cual utilizaremos el sistema de autoliquidación que ofrece el gobierno de Aragón. En cuanto a los costes de este trámite de escritura pública incluido el IVA son aproximadamente 270€, una vez depositado, eso sí, el capital social mínimo ya comentado en una cuenta bancaria asociada a nuestra sociedad, o bien, aportar bienes que se declararán afectos a la actividad por el mismo valor.

### **1.1.2 Liquidación del tributo**

A continuación será el momento de proceder a la liquidación del impuesto de transmisiones patrimoniales y a los jurídicos documentados (ITPAJD). Este proceso es muy sencillo, basándose únicamente en rellenar el modelo correspondiente telemáticamente. Igualmente, podremos llevar a cabo el pago del mismo vía telemática o en las oficinas pertinentes del Gobierno de Aragón. Sin embargo, el pago de este impuesto resultará exento en ciertos casos destacados, como pueden ser las aportaciones de bienes y derechos a cónyuges, las transmisiones de terrenos y solares para la construcción de viviendas de protección oficial, cualquier forma de depósitos en efectivo y préstamos, las transmisiones de vehículos a empresarios dedicados a la compraventa, o las transmisiones de acciones y prestaciones sociales.

### **1.1.3 Registro de la empresa en el Registro Mercantil Provincial**

Con el objeto de seguir de forma correcta el proceso de constitución de nuestra sociedad, deberemos ahora inscribir el nombre de nuestra empresa en el Registro Mercantil Provincial. Se trata, pues, de un trámite sencillo, en el cual nuestro nombre quedará formalmente inscrito después del pago de una tasa con un importe de 170€.

### **1.1.4 Número de Identificación Fiscal (NIF)**

Una vez llevados a cabo todos los trámites anteriores, estos serán utilizados para la obtención de nuestro NIF. Este es, necesitaremos estar en posesión del documento original y una copia de la escritura de la constitución de la sociedad. A su vez, se nos requerirá el certificado previamente obtenido por parte del Registro Mercantil Provincial.

Una vez presentada adecuadamente esta documentación deberemos rellenar el modelo 036 que facilita la Agencia Tributaria. Para realizar el modelo adecuadamente debemos dejar constancia de la denominación social de nuestra empresa, marcando a su vez las casillas 110 y 111, las cuales hacen referencia al alta en el censo de empresarios, profesionales y retenedores. Por último, al presentar este impreso en la Agencia Tributaria, este nos será presumiblemente validado, quedando así certificado el NIF definitivo con el cual nuestra sociedad quedará constituida para realizar su actividad empresarial.

En resumen, todos estos trámites de constitución suponen en torno a los 460€ de coste. Sin embargo este pago final podría ser distinto si nos hubiéramos decantado por una figura empresarial alternativa, como por ejemplo la de empresario individual. Así, atendiendo únicamente a los costes administrativos, la forma jurídica de empresario individual supondrá menores trámites administrativos, teniendo en cuenta, por ejemplo, que el autónomo no está obligado a realizar la inscripción en el Registro Mercantil, entre otros aspectos.

## **1.2 ACTIVIDAD EMPRESARIAL**

Una vez constituida adecuadamente nuestra sociedad podremos empezar a realizar la actividad empresarial pertinente. Sin embargo, para ello harán falta cumplir otros requisitos para que la actividad pueda realizarse correctamente. Esto es, básicamente, los contratos de los empleados, el certificado de nuestra marca, los trámites con el Ayuntamiento, y la elección y nuestro lugar escogido como centro de trabajo. Para todos estos procesos harán falta, de nuevo, superar ciertos trámites burocráticos y el pago de las pertinentes tasas e impuestos. Empezaremos por lo más laborioso.

### **1.2.1 Elección del centro de trabajo**

Para llevar a cabo nuestra actividad será necesario, a no ser que nos planteemos un negocio digital, un local donde podamos instalarnos como sociedad. La opción más común es la compra de dicho local. Sin embargo, esta idea será recomendable para aquellas sociedades que por determinadas razones posean cierta seguridad en relación a su actividad, ya que la generación de unos costes fijos elevados, sobre todo al comienzo de una aventura empresarial, puede suponer un riesgo a tener en cuenta y que determine tu posterior ejercicio.

Por ello, otro de los casos más comunes a la hora de elegir un centro de trabajo es el arrendamiento temporal del local. Esta es una opción más prudente para una empresa recién incorporada al mercado, y además goza de algunas ventajas tributarias, como puede ser el pago del Impuesto sobre Bienes e Inmuebles (salvo,

eso sí, que el arrendatario del local nos lo repercutiera) o el cumplimiento del hecho imponible que da lugar a la obligación del pago del IPAJD.

El tema de la decisión entre comprar o alquilar es por tanto una de las decisiones clave que debemos tomar al comienzo de nuestra andadura empresarial, considerando también aspectos como la ventaja fiscal de deducción por alquiler de la vivienda habitual. Si bien es cierto que la legislación vigente recalca que sólo dará derecho a deducción en aquellos contratos de arrendamientos celebrados con anterioridad a la fecha de 1 de enero de 2015, siempre que la base imponible sea inferior a 24.107,20€

Viendo estas ventajas, elegiríamos sin duda la opción más conservadora del arrendamiento, por lo que de primeras deberíamos afrontar un pago de IVA soportado en cada una de las mensualidades del alquiler del 21% según el Art.90 LIVA. Asimismo, deberemos retener ese mismo porcentaje e ingresarlo en Hacienda con carácter trimestral. Para realizar este paso, el modelo pertinente que recoge las retenciones es el 115.

Una vez conocidas las primeras tarifas podemos aplicarlas a nuestra sociedad, para la cual, y dando importancia a una exposición importante al público, elegimos como local para establecer nuestro centro de trabajo un pequeño local en la calle Alfonso 1 de Zaragoza. Esta calle, si bien nos asegura una exposición asegurada y diaria al gran público, es una de las principales calles de Zaragoza, con un precio en consonancia a su clase, por lo que nos exige un control exhaustivo sobre las cuentas.

El alquiler suponemos que está dividido en unas mensualidades de 700€ al mes, por lo cual, y dado lo que acabamos de explicar, deberemos pagar el 21% de esta cantidad en concepto mensual de abono del IVA, es decir 147€ mensuales, el cual coincide con la retención que debemos llevar a cabo frente a Hacienda, quedando así compensados.

Por tanto, hasta ahora nuestro pago mensual por el arrendamiento quedará definido en 147€

### **1.2.2 Cumplimiento con la autoridad local**

Para poder operar en el mercado, en concreto en el de Zaragoza, debemos dar constancia de ello al Ayuntamiento de nuestra localidad. Por tanto, este nos otorga un plazo de un mes desde el momento de nuestro inicio de actividad para realizar el alta pertinente en el Impuesto de Actividades Económicas (IAE).

Este tributo es de carácter local, por lo que el Ayuntamiento es el encargado de coordinar su cumplimiento, y para ello deberemos cumplimentar primero el modelo 840 de la Agencia Tributaria, seguido del modelo de declaración del IAE para el Ayuntamiento de Zaragoza.

En cuanto al importe del tributo, la tarifa quedará determinada por la cuota mínima municipal, es decir, las que con tal denominación aparecen determinadas en las



tarifas, sumando, en su caso, el elemento superficie de los locales en los cuales se realicen las actividades gravadas, y que no tengan denominación de cuotas provinciales o nacionales. A su vez, a dicha cuota se le aplicará un coeficiente de ponderación por volumen de negocio del sujeto pasivo. Por otra parte, por el arrendamiento del local, nosotros como arrendatarios no poseemos la propiedad del inmueble, sino que esta pertenece exclusivamente al dueño del mismo, que deberá ser el encargado de cumplir con las exigencias de pago por concepto de Impuesto de Bienes e Inmuebles según el Art.63 LRHL.

A continuación, no debemos pasar por alto que, como nuevo local, estamos obligados a solicitar al Ayuntamiento de Zaragoza una licencia de apertura, para lo cual abonaremos una tasa y rellenaremos el modelo 430. Así mismo, deberemos acondicionar el local para una correcta actividad empresarial, por lo que deberemos darnos de alta para recibir los servicios básicos de agua, luz y gas. Este trámite es sencillo y podemos realizarlo a través de internet, ya que su regulación depende de nuevo del Ayuntamiento de Zaragoza. La cantidad a abonar dependerá si el local es de obra nueva o no, por lo que en nuestro caso, al no serlo y estar alquilados en un local ya existente deberemos contratar la potencia de luz que creamos conveniente para nuestra actividad. Debemos tener en cuenta este tipo de gastos y su influencia en nuestras cuentas, por ello seremos cautelosos al decidir los volúmenes contratados.

Como no puede ser de otra manera, estos servicios básicos están gravados por el IVA al tipo general del 21%, excepto el servicio de agua, que tiene establecido un tipo de gravamen del 10%, todo ello queda reflejado en el artículo 7. octavo LIVA.

Este acondicionamiento incluirá, en el muy probable caso de ser necesario, una obra que adecúe el local a nuestras necesidades empresariales. Esta obra podrá ser denominada “obra menor” o “mayor” dependiendo de si es una reforma que queda en el interior del local, o si, sin embargo afecta también a la parte exterior. En nuestro caso, con una ligera reforma del interior del local nos será suficiente para empezar a trabajar, para lo cual deberemos cumplimentar un trámite muy sencillo y disponible electrónicamente, y abonar el importe de 8,20€ pertinente según las Ordenanzas Municipales número 13. Art 8.

### **1.2.3 Aspectos finales**

Una vez tengamos todos estos requisitos fundamentales en regla, deberemos contratar un seguro con objetivo de tener un respaldo ante las posibles contingencias que pueden darse en nuestro local. Este seguro vendrá gravado mediante el Impuesto sobre Primas de Seguro, como manifiesta el Art.12.9 de este mismo impuesto (LIPS). Así mismo, como constata el Art.12.8, se considerará como base imponible la cuantía total definida como contraprestación de las operaciones gravadas por el Impuesto sobre Primas de Seguro, aplicándose sobre él un tipo de gravamen único del 6%.

Para finalizar y poder hacer efectivo nuestro ejercicio empresarial en el local alquilado, deberemos acudir a la consejería de Trabajo de nuestra comunidad, en nuestro caso de Aragón, y dar de alta nuestro local como centro de trabajo, así como crear un calendario laboral, adquirir y legalizar el libro de visitas correspondiente en la Inspección Provincial de Trabajo y registrar nuestros identificadores de sociedad, como también el logotipo de empresa en la Oficina Española de Patentes y Marcas.

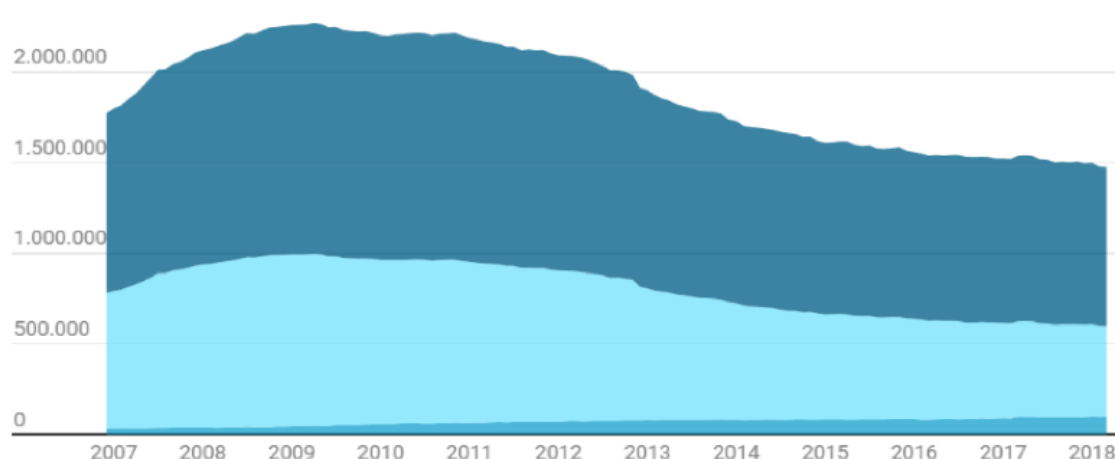
Como apéndice, debemos abordar las obligaciones fiscales con la autoridad que deberemos cumplimentar en el caso de querer contratar a empleados en nuestra empresa, los cuales deben estar debidamente cubiertos por la Seguridad Social. Para ello, deberemos dar de alta a nuestro nuevo empleado en el servicio público estatal y su salario anual bruto quedará gravado en un 30%. En nuestro caso, nuestro empleado empezará con una retribución mensual bruta de 1500€, por lo que su salario anual bruto de 18.000€ quedará en una cuantía neta de 12.600€ disponibles en nómina para el empleado. Desde nuestra vista de empleador, esta contratación nos supondrá unos gastos de 1500€ en concepto de nómina del trabajador, sumados a 450€ de cotizaciones sociales a cargo de la sociedad.

## 2. ESCENARIOS FINANCIEROS

Actualmente, y desde hace unos años, las finanzas están experimentando una creciente evolución, en concreto hacia una dirección más similar a la anglosajona, con una pérdida constante del peso de la banca. Aunque en España este proceso de desbancarización en virtud de otras formas de financiación alternativas esté todavía en fases muy iniciales, sí se observan ciertas conductas que llaman la atención sobre la financiación no bancaria de las empresas.

### Financiación de las empresas

En millones de euros



Fuente: Banco de España

Este gráfico es una muestra de la evolución de los préstamos bancarios frente al total y la financiación alternativa. En él, vemos como la financiación tradicional bancaria (color azul oscuro), si bien sigue siendo predominante, posee una tendencia negativa en favor de financiación alternativa que aumenta su peso relativo.

La crisis financiera que hemos sufrido en estos últimos años y que queda representada en el gráfico demuestra que existe una necesidad de diversificación de las fuentes de financiación, para lo cual se han desarrollado nuevos mercados de valores como el Mercado Alternativo Bursátil (MAB) y el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF), al mismo tiempo que han aparecido iniciativas alternativas a los bancos entre las que destaca la financiación participativa (crowdlending) y los fondos de deuda privada (direct lending).

A continuación, trataremos el caso de las salidas a bolsa, debido a su incuestionable importancia en el crecimiento de las nuevas formas de financiación, y lo haremos tratando desde los requisitos de una empresa para empezar a cotizar hasta el proceso y los costes de esta estrategia.

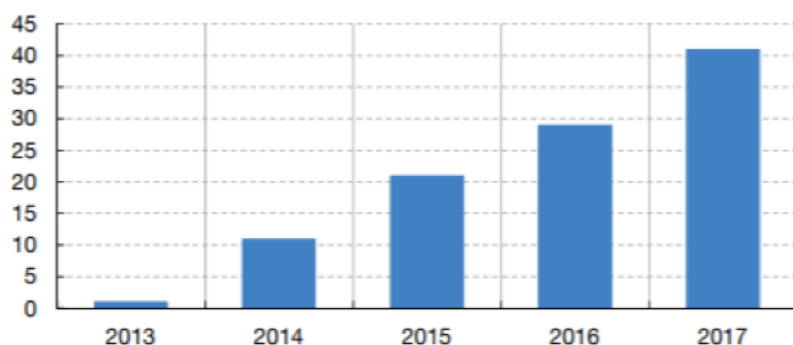
### 2.1.1 SALIDA A BOLSA

La salida a bolsa es una estrategia empresarial trascendental en la vida de una sociedad, que supondrá importantes cambios en el funcionamiento y organización de la empresa, y que, por lo tanto, necesita de una previa maduración y reflexión sobre su idoneidad, tanto de la estrategia en sí como en el momento de llevarla a cabo.

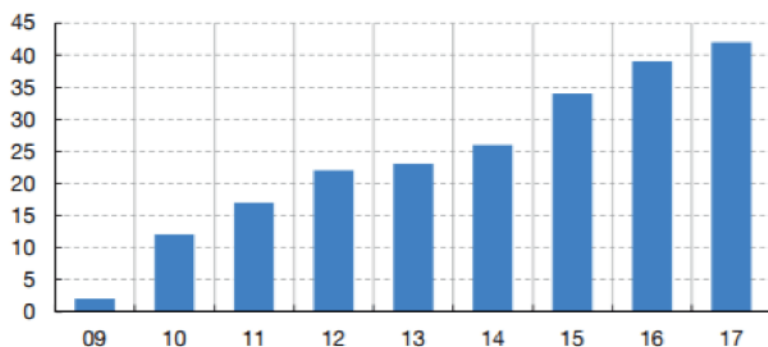
El objetivo fundamental que persigue la empresa al salir a bolsa es la búsqueda de financiación de los mercados de capitales para dotarse de recursos que les permita llevar a cabo decisiones más ambiciosas, acelerar el crecimiento, internacionalizar la compañía o permitir a los propios accionistas privados ver recompensada su inversión obteniendo liquidez. Además, también existe un objetivo de ganar prestigio, peso y credibilidad para ser tomada en consideración como una empresa solvente y transparente, que cumple de forma estricta con los requisitos de la Comisión Nacional del Mercado de Valores por parte de otras empresas e instituciones.

Sin duda, el índice bursátil más conocido en nuestro país es el IBEX 35, que engloba a las 35 empresas con mayor liquidez que cotizan en nuestro país. Sin embargo, con objetivo de tener una imagen clara de cómo ha sido la evolución en los últimos años del peso de la bolsa en nuestro país a nivel general, resulta interesante observar la tendencia en el número de empresas cotizadas tanto en el Mercado Alternativo Bursátil como en el Mercado Alternativo de Renta Fija:

#### 2 NÚMERO DE EMPRESAS COTIZADAS EN EL MARF



#### 1 NÚMERO DE EMPRESAS COTIZADAS EN EL MAB



Fuente: Statista

En ambos mercados podemos observar la tendencia antes comentada, pero ahora enfocada únicamente al ámbito de la financiación bursátil, en la cual se denota la creciente importancia que dan las empresas al acceso a financiación vía mercados alternativos.

### **2.1.2 Requisitos y actuaciones previas**

Para acceder a la financiación que oferta el mercado bursátil, la sociedad en cuestión, en este caso la nuestra, deberá demostrar la idoneidad tanto del emisor como de los valores para llevarse a cabo.

Estos requisitos son los siguientes:

- 1- La empresa deberá tener forma de Sociedad Anónima, y deberá tener todo el capital desembolsado y sin restricciones legales o estatutarias de transmisibilidad que impida la negociación de sus acciones.
- 2- Las acciones de la empresa deberán estar representadas mediante anotaciones en cuenta, es decir, deberán llevar un registro contable informático que evite irregularidades. Este será gestionado por Iberclear.
- 3- La Sociedad Anónima deberá tener un capital social mínimo de 1.202.025€, sin tenerse en cuenta para este valor las participaciones de cada accionista directa o indirectamente, iguales o superiores al 25%.
- 4- La Sociedad Anónima deberá tener un valor de mercado mínimo de 6.000.000€.
- 5- Será de obligado cumplimiento, según el Art.97 del R.D 1310/2005, que al menos el 25% de las acciones se encuentren repartidas entre el público para considerarse efectivamente que la distribución de estas es correcta y suficiente.

Por otra parte, antes de solicitar la admisión al mercado de capitales, la compañía deberá cumplir una serie de medidas adicionales. Deberemos hacer un análisis y una verificación de carácter económico, legal, de negocio y financiero de nuestra empresa para tener un retrato fidedigno de nuestra sociedad y poder usar esa información para solucionar contingencias potenciales antes de tratar de acceder al mercado de capitales. Este trabajo deberá ser actualizado continuamente y recibirá el nombre de "*due diligence*". Además, deberemos adaptar nuestros estatutos a la nueva situación de sociedad cotizada, entrando en esta variación aspectos como página web corporativa, gobierno de la compañía o derechos de información y voto de los accionistas.

Una vez cumplimentados estos pasos, deberá inscribirse la escritura pública en el Registro Mercantil, así como presentarse ante la CNMV y a Iberclear para su registro

y depósito. Tras ello, se publicará el anuncio tanto en el Boletín Oficial del Registro Mercantil y en alguno de los diarios de mayor peso del sector en concepto de publicidad de la operación, informando sobre el domicilio, plazo y procedimiento a llevar a cabo por la sociedad para la transformación del sistema de representación de acciones.

Por último y de vital importancia, deberemos realizar un folleto informativo que facilite a los inversores de toda la información necesaria para su decisión o no de invertir, exponiendo las características que consideramos más importantes de nuestros valores y de los riesgos asociados a ellos. Por tanto, el objetivo de este folleto oficial, que debe ser aprobado por la CNMV, no es otro que transmitir en un lenguaje no técnico y comprensible a los inversores una imagen fiel de nuestra compañía.

### **2.1.3 Proceso de salida a Bolsa**

Como hemos dicho, la salida a bolsa de una empresa es una decisión muy relevante y con consecuencias que necesita de un procedimiento cauteloso y estricto que se ajuste a las necesidades de la empresa en particular y que logre los objetivos buscados. Es por ello que distinguiremos tres pasos que son fundamentales para que esta estrategia consiga lo que se propone:

1- En un primer paso el foco se centrará en la propia empresa y en su situación particular para abordar una decisión de este calibre. Por lo tanto, el primer paso a tomar es la elaboración por parte de los asesores legales de la empresa de la documentación necesaria que requiere tanto la CNMV como la Bolsa. Esta documentación es otorgada a un coordinador designado por la empresa, que se encarga de poner en común a todas estas entidades participantes en la operación, establecer sus lazos de unión y preparar la colocación de acciones. A continuación, tras esta primera colaboración, los auditores designados realizarán una auditoría de la empresa a solicitud de las entidades participantes y estas emitirán su opinión sobre los resultados de esta auditoría en lo que se conoce como "*Comfort letter*".

En caso de opinión favorable, se sigue adelante con el proceso y un agente, que actúa como gestor de pagos y controlador de valores realiza la liquidación de la operación y compra las acciones o gestiona las peticiones de suscripción. A continuación, y con el proceso ya avanzado, entra en juego el departamento de comunicación, que gestiona los tiempos y las estrategias de cómo la empresa debe hacer pública la salida a bolsa a su público objetivo.

Por último, aparecen las entidades colocadoras, que se dedican a promover entre los inversores la compra de las acciones de nuestra empresa. En caso de que estas entidades se comprometan a comprar o suscribir aquellas acciones que no han sido finalmente colocadas en inversores estaríamos hablando de entidades aseguradoras.

2 - Una vez con nuestra empresa cotizando en el mercado de capitales, el segundo paso corre a cuenta de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), que como entidad encargada y responsable, supervisará los mercados de valores y comprobará que se cumple todos los requisitos para que una empresa salga a bolsa, también controlará que la publicidad llevada a cabo de la salida se haga de forma correcta y exigirá que las empresas cotizantes presenten de forma periódica su información financiera.

3 - A continuación, y por último, la Bolsa Española (BME) será la entidad que se encargará de admitir e incorporar el valor al sistema de negociación bursátil. Será el Depositario Central de Valores Iberclear (BME) el que llevará a cabo esta inclusión del valor en el sistema, así como de gestionar la liquidación y controlar el sistema de anotación en cuenta.

Una vez completado este arduo proceso por fin tendremos nuestra empresa cotizando en Bolsa y accediendo a la financiación de los mercados.

Por tanto, este escaparate ante inversores de todo el mundo debemos aprovecharlo para sacarle el máximo partido posible y convertirnos en un valor demandado por ellos. Debemos realizar una oferta que resulte atractiva en el mercado. Es por ello que debemos dar sensación a los inversores de ser una empresa con potencial de crecimiento, que garantice transparencia y precisión en la información que oferta, que proporcione liquidez a los inversores que confíen en nosotros. Por ello, debemos preguntarnos, ¿cuál debe ser el precio adecuado de colocación de nuestra oferta?. Esta decisión determinará el éxito o fracaso de nuestra operación, por lo que resulta de vital importancia establecer un precio adecuado. Normalmente se suele establecer un horquilla de precios, que va desde un máximo a un mínimo. En caso de no tener claro cuál debe ser el precio a implantar, es habitual llevar a cabo un proceso, denominado *roadshow*, que consiste en acudir acompañado de representantes de agentes colocadores a las principales plazas financieras, donde previsiblemente acudan potenciales inversores interesados en nuestra compañía.

#### **2.1.4 OPV y OPS**

Como en cualquier sector en el que nos adentremos, existen varias formas de hacer las cosas. Es por ello, que en nuestra deseada salida a bolsa, los mercados financieros, regulados por las instituciones financieras actuales, nos otorgan la posibilidad de ejecutar esta salida a financiación mediante dos procesos alternativos. El primero de ellos sería la denominada *Oferta Pública de Venta (OPV)*. Esta forma de actuar tendrá lugar cuando el propietario de una sociedad pretende vender una gran número de las acciones de la misma. Es decir, el propietario quiere vender parte de su empresa.

En caso alternativo, en la *Oferta Pública de Suscripción (OPS)*, las acciones ofrecidas no vendrán de la mano de un propietario que quiera venderlas, sino que serán de nueva emisión, por tanto destinadas a una ampliación de capital.

En nuestro caso, dado que nuestra empresa empieza ahora su andadura bursátil, nuestras acciones estarían ofrecidas a los inversores mediante un proceso OPS, por el cual emitimos acciones nuevas al gran público en busca de financiación externa.

Desde este momento habríamos concluido nuestro proceso de salida a bolsa y nuestra empresa sería una sociedad cotizada de pleno derecho. Pero, ¿cuánto tiempo ha llevado conseguir esta salida?. Por lo general, una vez que la sociedad en cuestión ha diseñado su operación de salida y ha conseguido aprobar los acuerdos sociales necesarios para ello, el plazo medio para la cotización en bolsa es de 4 a 6 meses.

### **2.1.5 Costes de la salida a Bolsa**

Debemos tener en cuenta cuando dirigimos una empresa que, si bien es lícito e incluso recomendable tener aspiraciones profesionales y fe en las perspectivas de crecimiento, siempre existirán, y especialmente en el ecosistema actual de volatilidad financiera, multitud de riesgos a los que nos exponemos y sobre los cuáles tendremos que responder si las metas no se cumplen. Es por ello, que procesos como el de una salida a bolsa, debido a su coste, requieren de una situación patrimonial, unas cuentas y unos estados financieros perfectamente saneados y sólidos. De no ser así, se trata de una estrategia empresarial arriesgada y que cuenta con muchos antecedentes de fracasos y ruinas para muchas empresas.

Los costes de esta iniciativa serán los siguientes:

*Comisión de dirección, aseguramiento y colocación:*

Se trata de comisiones cobradas por los intermediarios financieros y legales que la empresa elige para realizar el proceso de colocación. Estas comisiones, pese a ser variables dependiendo del tamaño de la oferta, oscilan entre un 2% y un 4% del efectivo colocado a cotización.

*Gastos de publicidad:*

Estos gastos, derivados de hacer conocer al público e inversores potenciales de la reciente salida a bolsa de nuestra empresa, dependerán de la audiencia a la que pretendamos llegar. Existe la opción de que únicamente queramos aparecer en el Boletín Oficial del Registro Mercantil (BORME) o, de forma alternativa, de que aumentemos el gasto por esta partida si decidimos realizar una campaña publicitaria importante con aparición en algún medio de comunicación especializado. En término medio, el gasto por publicidad de una salida a bolsa suele suponer un 0,3% del efectivo colocado.



### *Tarifas de la CNMV*

Es un gasto derivado del análisis que realiza la Comisión Nacional del Mercado de Valores de la documentación necesaria para verificar que nuestra empresa cumple con los requisitos necesarios para ser admitida a negociación en los mercados secundarios oficiales. Este gasto suele oscilar sobre el 0,01% del importe efectivo de la admisión, tendiendo a su vez un valor mínimo de 25.000€ y un máximo de 70.000€.

### *Tarifas de admisión a Bolsa*

Gastos derivados de los trámites que aplica la bolsa para nuestro inicio de cotización. Estos están compuestos por:

- Un canon fijo de 1500€ por el estudio, examen y tramitación del expediente.
- Un 0,011% de la capitalización bursátil que resulte del precio de mercado de nuestras acciones por los derechos de admisión que posee la Bolsa de los valores nacionales de renta variable. Esta tarifa contará con un mínimo de 6000€, o el 0,5% de la capitalización admitida, siendo elegido el menor valor resultante entre ellos dos, y un máximo de 500.000€
- Un 0.05 por mil sobre la capitalización bursátil al cierre de la última sesión de nuestro ejercicio anterior en concepto de canon de permanencia en las bolsas.

### *Tarifas de Iberclear*

Estas tarifas están a su vez compuestas por dos conceptos distintos:

- Inclusión en el Registro: Supondrán una tarifa de 0,4 puntos sobre el valor efectivo de la inclusión con carácter general. Tendrán, como viene siendo habitual, una cuantía mínima, en este caso, de 5000€ y una máxima de 50.000€ por acción.
- Cuota Anual: Gasto para las entidades que hayan escogido a Iberclear como encargada del Registro Contable. Esta tarifa será anual de 500€

## **2.3 CONCURSO DE ACREEDORES**

El concurso de acreedores es un procedimiento de carácter judicial, el cual tiene por objetivo depurar las responsabilidades de una inadecuada gestión empresarial frente a los acreedores, gestionando el orden de prelación de créditos para intentar frenar los problemas de liquidez de empresas o particulares. Mediante el proceso de

concurso, el deudor, estando bajo una situación de riesgo de insolvencia, podrá realizar quitas en sus deudas, frenar su generación de intereses, aplazar su pago o paralizar ejecuciones estés llevándose a cabo frente a él.

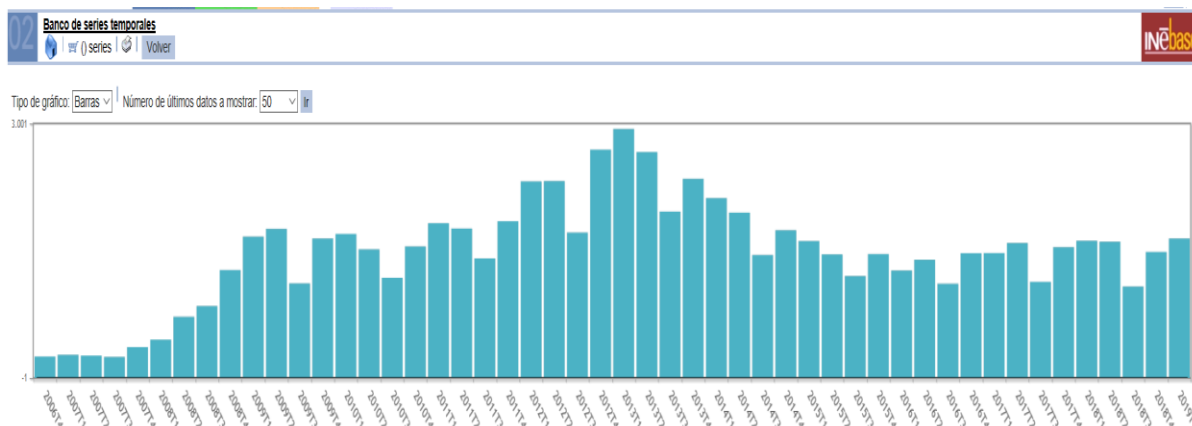
Un concurso de acreedores puede ser solicitado tanto por personas físicas como jurídicas, es decir, puede ser promovido bien por una empresa inscrita en cualquier tipo de registro, o bien por un autónomo o particular, ya sean profesionales o no, pudiendo ser todos ellos declarados en concurso de acreedores por impago de deudas, plazos hipotecarios, etc.

La legislación ofrece la posibilidad de acogerse a un concurso de acreedores a todos ellos que lo consideren pertinente, sin embargo existen supuestos en los que el concurso de acreedores será obligatorio. Estos casos son especialmente los dedicados a defensa de los intereses de los acreedores. Así, si un deudor conoce su estado de insolvencia, estará obligado a, en un plazo de 2 meses, solicitar el concurso.

Igualmente, esta situación de obligatoriedad también puede representarse a la inversa, siendo el acreedor el que deba solicitar el inicio del proceso de concurso de alguno de sus deudores, en el caso de que se prevea una futura situación de insolvencia que hiciera inviable cumplir con los pagos en favor del deudor, afectando así a sus derechos de crédito.

Es a su vez necesario clarificar, que no todas la situaciones de deuda son susceptibles de un concurso de acreedores. Esto es, para poder considerar una situación como verdaderamente merecedora de esta actuación debe probarse ante un juez que la situación de insolvencia es efectivamente inminente. Si esta situación finalmente se prueba y una vez tomadas las medidas cautelares necesarias, se declarará un concurso de acreedores, la sociedad, o el patrimonio en caso de ser un particular, pasará a estar controlada por un administrador concursal mientras continúe la situación de concurso, y su función principal es la de una dirección neutral e imparcial de los intereses del concurso. Este administrador concursal será nombrado por el juez encargado de instruir el concurso, y a su vez podrá intervenir en las actuaciones que deberá llevar a cabo el administrador y elaborará, en los primeros 2 meses, un informe que contenga información relativa a las cuentas de la empresa en esa contingencia determinada, como es un análisis de la memoria y el estado de la contabilidad, inventario y lista de acreedores con información de las distintas clasificaciones de créditos.

Los concursos de acreedores son una figura jurídica muy empleada en nuestro país, especialmente durante la época de la crisis económica. Para representar su importancia actual y su evolución a lo largo del tiempo representaremos el siguiente gráfico.



Fuente: Instituto nacional de Estadística (INE). Banco de series temporales. Concursos de acreedores en España 2006-2019 (distribución por trimestres)

Como podemos ver, es una figura que claramente experimentó un aumento continuado a partir del estallido de la crisis en el año 2008. A partir de ese momento, los niveles de concursos de acreedores se situaron excepcionalmente altos, llegando a alcanzar en el primer trimestre del año 2013 la alarmante cifra de 2.944 declaraciones de concursos por parte de empresas. No obstante, podemos decir que actualmente, esas cifras se han ido moderando paulatinamente hasta contar, según los datos más recientes del primer trimestre de 2019, con una cifra de 1.648 declaraciones de concurso.

### 2.3.1 Clasificación de los créditos mercantiles

Uno de los principales problemas en una situación como la de un concurso de acreedores es la acumulación de clientes y acreedores que pretenden cobrar las deudas contraídas con la empresa. Esta falta de liquidez soportada por la sociedad, y la incapacidad para satisfacer las necesidades de todas las deudas por cobrar obliga a la compañía a establecer prioridades y devolver algunas deudas antes que otras.

Aquí es cuando entra la clasificación de los créditos mercantiles de los diversos acreedores. Este establecimiento de prioridades y del orden de pago de las deudas no se establecerá de forma arbitraria ni siguiendo un interés de parte, sino que se seguirá escrupulosamente lo establecido según los artículos 89 y sucesivos de la Ley 22/2003 de 9 de Julio, Concursal, los cuales establecen el orden de pago en privilegiados, ordinarios y subordinados. De esta forma, se establece que las deudas por salarios de los trabajadores, o en su caso, su indemnización por extinción de contrato, posee la denominación de créditos privilegiados, y como tales merecen ser las primeras deudas a las que la sociedad tenga que hacer frente.

También gozan de este carácter privilegiado otros títulos como pueden ser los créditos garantizados con prenda o hipoteca. De forma contraria, deudas como multas o sanciones poseerán el carácter de créditos subordinados, por lo que serán las

últimas deudas que resultarán compensadas por parte de la empresa en situación concursal.

### **2.3.2 Fase de convenio y liquidación**

Una situación de concurso de acreedores puede finalizar de diversas maneras, según sea la relación entre deudores y acreedores, y sobre todo, según lleguen a un acuerdo o no. Así, existe la posibilidad de que un proceso de concurso finalice con un convenio adecuadamente firmado por cada una de las partes y que entrará en vigor desde el momento de la firma en adelante, o sin embargo, podría finalizar con una liquidación de los activos de la sociedad.

#### *Convenio*

Es la situación más propicia y hacia la que se encamina la acción llevada a cabo durante el concurso, y se basa en la culminación en un convenio firmado por ambas partes. Así, a propuesta del administrador concursal como encargado de la dirección de la sociedad se negociarán las formas de pago de las deudas impagadas y sus condiciones, véase la propia cuantía del crédito, el plazo de amortización, los intereses, etc.

Una vez conocidos los detalles de la propuesta, en caso de haber acuerdo por parte de los deudores, el Juez homologará de forma oficial el entendimiento mutuo y se pondrá fin al concurso de acreedores

#### *Liquidación*

Esta fase es la más decisiva en un concurso de acreedores, ya que, por un lado, es el momento a partir del cual se declara de forma oficial la incapacidad de la empresa para seguir ejerciendo su actividad económica, y en segundo lugar, porque a partir de este punto, los deudores podrán aspirar a cobrarse parte o la totalidad de las deudas contraídas con la compañía concursada.

Lo primero que deberemos dejar claro de esta fase es que su apertura puede ser realizada tanto por un deudor en el momento en que lo considere, o por el tribunal competente cuando se cumplan los requisitos adecuados. Sea cual sea el sujeto promotor de la fase de apertura, una vez abierta la liquidación la empresa concursada sufrirá efectos definitivos para su actividad y para su propia existencia, como serán:

- La suspensión de todas y cada una de las facultades de gestión, disposición y administración del patrimonio de la sociedad, tanto para administradores como para socios.
- Cese temporal de los administradores ordinarios de la compañía, que serán sustituidos por una administración concursal durante el procedimiento.

- Disolución de la compañía, que una vez superada la fase de liquidación dejará de tener personalidad jurídica.

A partir del momento de liquidación, se preparará un plan de liquidación por parte de la administración concursal a cargo, a través del cual se tratarán de liquidar todos los bienes que en ese momento posea la empresa de la forma más eficiente posible.

Este plan se deberá presentar ante el juez instructor de la causa, con un anexo que contemple las condiciones y características de estos bienes y la forma en la que deban ser vendidos.

Para llevar a cabo la venta de los bienes se convocarán y crearán subastas para que tanto propios acreedores como terceros puedan participar. Los únicos que quedarán excluidos de participar en la compra tanto de activos como de pasivos de la empresa concursada será la propia administración concursal establecida por el juez, tanto en su nombre como a través de terceros, entendiéndose que representaría un perjuicio de neutralidad e imparcialidad que a ellos se les supone. Estos administradores están obligados a, cada 3 meses, redactar informes sobre el estado de la fase de liquidación y entregarlos al juez para su evaluación. En este informe se detallarán los estados de liquidación de los activos y los procedimientos de compra-venta y subasta en el que se encuentre actualmente la empresa concursada inmersa.

La venta de los activos es esencial que sea realizada de forma eficiente, ya que con el dinero obtenido por el valor de su enajenación podrá la empresa hacer frente a los pagos adeudados de los distintos acreedores. Además, como hemos detallado previamente, habrá un orden en el pago de las deudas a los clientes derivados del tipo de activos, por lo que si existieran, como suele ser habitual, acreedores sin cobrar, estos créditos desaparecerán junto con la disolución de la empresa.

Una vez declarada esta disolución, la única salida que poseen los acreedores aún pendientes de pago es la demostración de mala fe por parte de la administración concursal de la empresa, que de cumplimentarse obligaría a esta dirección a hacerse cargo de estos acreedores, pero lamentablemente es un caso que en la práctica ocurre con muy poca frecuencia.

### **2.3.3 Ventajas e inconvenientes del proceso concursal**

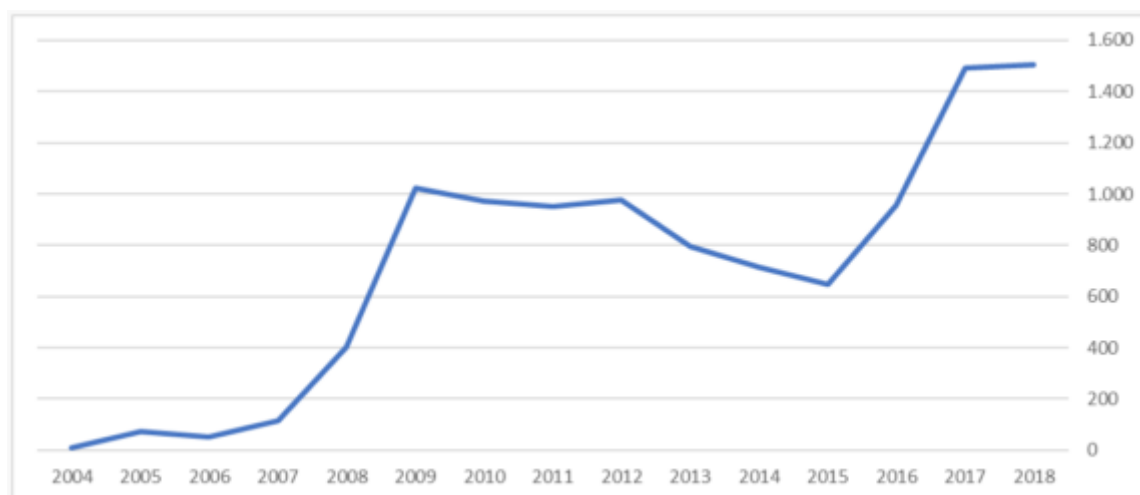
Un concurso de acreedores puede verse de dos maneras completamente antagónicas, ya que es un proceso que, por un lado, demuestra una gestión muy deficitaria de la compañía hasta un momento determinado, a la vez que demuestra una falta de liquidez importante que deja a multitud de acreedores pendiente del cobro de las deudas contraídas con la empresa. Sin embargo, no deja de ser un concurso de acreedores una oportunidad para devolver a la compañía a la situación de solvencia y sostenibilidad que merece.

Por tanto, las ventajas de un concurso de acreedores es el proceder de una forma ordenada a acabar con una situación de insolvencia insostenible, y dar los pasos adecuados para una mejora de los balances empresariales que devuelvan la solidez

financiera a la sociedad, haciendo de esta una institución de garantía que pueda hacer frente sin problemas al pago de deudores, muchas veces permitiendo bajo acuerdo con los deudores la devolución de los importes debido de forma fraccionada hasta en 5 años.

Si hablamos, como también cabe la posibilidad en el entramado concursal, de un profesional particular declarado en concurso, este procedimiento podría frenar estancias judiciales ya abiertas frente al particular acusado de impago, y si finalmente se consigue llegar a un acuerdo entre ambas partes, habrá supuesto para el particular una segunda oportunidad para llevar a cabo su actividad empresarial o comercial de forma más adecuada.

Por otra parte, los inconvenientes de este procedimiento vienen especialmente derivados de una no consecución de acuerdo mutuo, derivado de ello, se llevaría a cabo una liquidación de tantos bienes sean necesarios para cubrir las deudas contraídas. Además, en el caso de las familias y los negocios familiares de escasa dimensión, que no olvidemos, suponen el 95% del tejido empresarial de nuestro país, el concurso no está orientado a que las familias cuenten con una deuda hipotecaria, sino que está enfocado a deudas ordinarias personales, como pueden ser por ejemplo los préstamos personales, tarjetas de crédito, deudas contraídas con entidades financieras, etc. Por lo tanto, durante todo el procedimiento concursal, la hipoteca deberá seguir pagándose.



*Fuente: Conflegal, a partir de datos del INE (datos hasta 2018)*

En el anterior gráfico podemos observar la evolución de las solicitudes de concursos de acreedores por parte de personas físicas desde el año 2004 hasta 2018. Destaca, como no puede ser de otra manera, el gran incremento en las solicitudes a partir de 2007, en plena gestación del estallido de crisis económica, en concreto se experimentó en esa etapa un crecimiento de estas solicitudes en un 56%. A partir de esta fecha, se mantienen los niveles durante los principales años de la recesión hasta experimentar un importante descenso a partir del año 2012. En los últimos años

podemos notar un repunte en las personas físicas concursadas, sin embargo seguido por cierto periodo de estancamiento actualmente.

El concurso de acreedores es en definitiva un proceso arriesgado, con ventajas e inconvenientes, y que para afrontarlo de la mejor manera posible, aparte de una buena auditoría interna y una buena visión de la realidad de la empresa será necesario hacer un estudio de cómo suelen reaccionar los determinados deudores ante un concurso de acreedores, esto es, valorar si se trata de una masa deudora proclive históricamente a llegar a acuerdos concursales o no, y con esta información de ambas partes tomar la decisión de si es adecuada o no la decisión de comenzar un procedimiento concursal.

### **2.3.4 Fiscalidad del concurso de acreedores**

En cuanto a la tributación de una empresa que se encuentra en un proceso de concurso, existen ciertas variables que pueden hacer distinta su tributación efectiva.

No es infrecuente que algunas empresas concursadas procedan a un mecanismo de modificación de la base imponible, a través del cual se le permite rebajar al acreedor su crédito concursal en la parte referida al IVA, tanto repercutido como ingresado. Estas modificaciones a las cuales nos referimos aparecen manifestadas por el Real Decreto-Ley 3/2009, de 27 de marzo y su procedimiento podrá llevarse a cabo únicamente bajo ciertos requisitos previos, al menos desde el 1 de septiembre de 2004. A partir de esta fecha, la base imponible podrá resultar modificada en el caso en el que el destinatario de estas operaciones sujetas al pago de IVA, y cuyo devengo haya sido producido a partir de esa fecha, no pague las cuotas repercutidas y siempre que se dicte auto judicial de declaración de concurso de acreedores posteriormente al devengo de estas cuotas. Habrá por ello ciertas situaciones en las cuales no podrá realizarse una modificación de la base imponible, estas son:

- Créditos garantizados, al menos en la parte garantizada
- Créditos aseguradores por un contrato de seguro de crédito o de caución, en la parte asegurada.
- Créditos entre personas o entidades vinculadas.
- Créditos adeudados o afianzados por instituciones públicas.
- Situaciones en las que el deudor no está establecido en el territorio de aplicación del impuesto, como puede ser en Canarias, Ceuta o Melilla.

Para los supuestos en los cuales quepa la adecuación de modificación de la base imponible, en el artículo 21 de la Ley Concursal, concretamente en el número 5º, apartado 1, se establece que dicha modificación podrá efectuarse en el plazo de un mes a contar desde el día siguiente a la publicación del concurso en el BOE. Este plazo de un mes es el mismo que tienen los acreedores para manifestar el valor de

los créditos a la Administración concursal, según establece asimismo el artículo 23 de la mencionada Ley Concursal.

#### **2.3.4.1 Procedimiento de modificación de la base imponible**

En una situación de concurso de acreedores, no podemos olvidar que, aparte del problema que supone por sí mismo una situación de impago, se da la circunstancia de que el deudor se ha beneficiado de una deducción de IVA que posteriormente, debido a la situación concursal, no ha satisfecho, y por lo tanto el acreedor ha adelantado a la Administración un IVA que probablemente, y hasta dictamen final, puede que no vaya a cobrar. Este perjuicio es el que intenta resarcir el art. 80 del LIVA, por el que establece que el procedimiento que debe seguir el acreedor para compensar su tributo adelantado pasa por la emisión de una factura rectificativa que ajuste el IVA al efectivamente cobrado.

El proceso a seguir será el mismo que en el supuesto de modificación de la base imponible por créditos total o parcialmente incobrables, con la única diferencia de que los documentos han de ser aportados. Así, y para poder efectivamente proceder a la modificación, las operaciones cuya base imponible pretendan modificarse deberán aparecer facturadas y anotadas en el libro del registro de facturas expedidas por el acreedor en tiempo y forma. Así, según establece el Reglamento del IVA en su artículo 24 para la recuperación del IVA, se condiciona esta modificación de la base imponible a que el acreedor comunique a la Delegación o Administración de la AEAT correspondiente dicha modificación en un plazo de un mes desde la fecha de expedición de la factura, dejando claro que esta modificación no afecta de ninguna manera a los supuestos que la ley establece que no proceden, denominado supuesto de declaración responsable.

A su vez, y por último, el aviso mencionado a la administración tributaria deberá ser acompañado por una copia de las facturas rectificativas que anulen o rectifiquen la cuota, una copia del auto judicial de declaración de concurso del destinatario de las operaciones sobre las que se pretende ejercer la modificación, o en caso de no poseerla, un certificado del Registro Mercantil que acredite la situación de concurso.

En el caso de producirse un incumplimiento de plazos, esto significaría la imposibilidad de rectificación de la base imponible, por lo que no quedaría otra opción que intentar cobrar la deuda en su totalidad. Por otra parte y en caso contrario, de llevar el proceso de forma conveniente, la empresa en concurso tendrá una deuda con la acreedora por el importe de la base imponible de la factura y con la Administración por el importe del IVA.

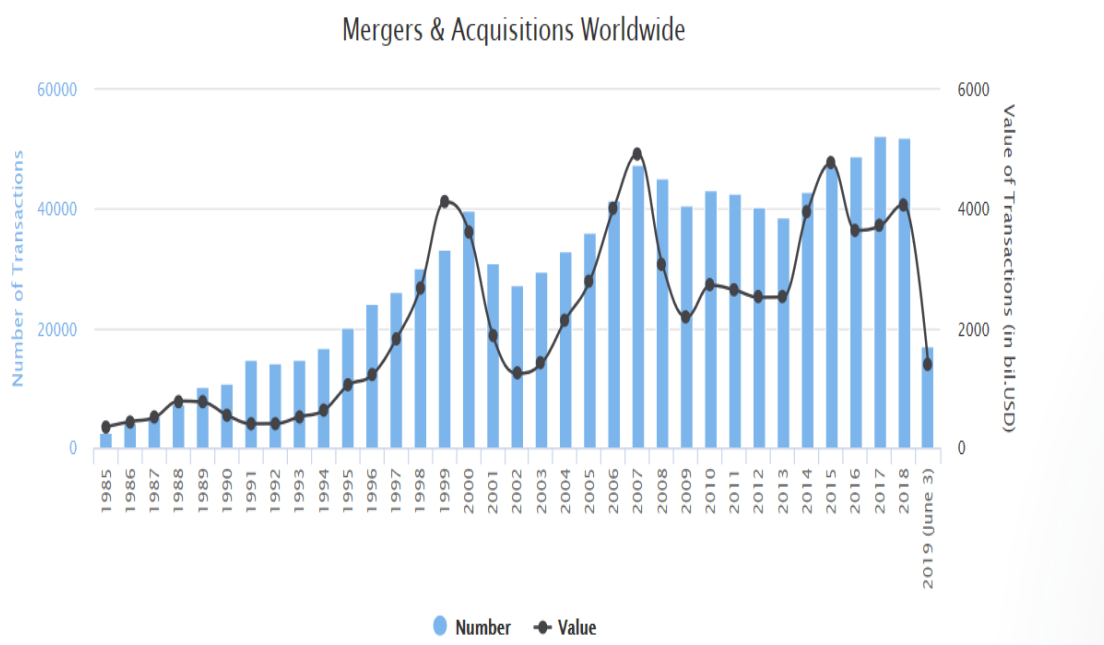
## **2.2 FUSIONES Y ADQUISICIONES (M&A)**

Como último lugar en los escenarios financieros en los cuales puede incurrir una empresa en su vida profesional hemos dejado el caso de las fusiones y adquisiciones.



La razón de relegar este tema tan esencial del mundo empresarial al final del trabajo no es otro que el de destacar su importancia tanto en la tradición de las finanzas, como especialmente en la actualidad y en el futuro, ya que nos encontramos en un entorno empresarial globalizado en el que la gran concentración de empresas y la competencia que existe entre las da lugar a nuevas estrategias empresariales que les puedan ofrecer la posibilidad de destacar. Además, la internacionalización de las finanzas actuales y la creciente preocupación de las entidades hacia unas de las grandes empresas tecnológicas que amenazan con desarrollar actividades financieras provocan una volatilidad en el sector como nunca antes se había producido.

Una práctica esencial en esta idea y muy común actualmente es el de la integración entre empresas, ya sea mediante la fusión entre ellas o mediante la adquisición de una de ellas por parte de la otra. Este tipo de operaciones ha experimentado en la última década una tendencia creciente en todo el mundo y es una de las principales operaciones financieras y de mayor calado y complejidad que pueden realizar las empresas. Dicha importancia en el sector financiero global y su evolución en las finanzas mundiales podemos observarla en el siguiente gráfico.



Fuente: IMAA analysis; [imaa-institute.org](http://imaa-institute.org)

Es por ello, que pasamos a continuación a explicar las razones por las cuales muchas empresas recurren a este tipo de estrategia empresarial y cómo funcionan estos procesos, que son sin duda estrategias muy importantes y que copan las portadas de la prensa especializada.

### **2.2.1 Motivos económicos y de poder de mercado**

Respecto a las razones económicas que llevan a las compañías a llevar a cabo estas complicadas iniciativas está en su núcleo central la reducción de costes. Las empresas, consiguiendo mayor tamaño y peso relativo en el mercado a través de la unión de sus sistemas productivos y comerciales tienen acceso al aprovechamiento de economías de escala. Estas sinergias les permiten pasar a ser compañías más productivas y con mejores perspectivas de crecimiento. Además, en estos procesos las empresas aprovechan conociendo el buen hacer de cada una de las partes y utilizándolo en el bien común, por tanto consiguen a través de este “know-how” una mayor eficiencia que les favorece frente a otros competidores.

Otro de los motivos recurrentes para realizar una fusión o una adquisición es la capacidad de obtención de nuevos recursos. Esto es, de nuevo, generar sinergias entre empresas para conseguir alcanzar unos objetivos que de forma individual serían inalcanzables, véase el acceso a cierto tipo de financiación, consideración de tu compañía en un determinado concurso de adjudicación o una mayor atracción hacia el inversor individual.

Por otra parte, la sustitución del equipo directivo de una compañía también suele actuar como precedente a la hora de estas sinergias. Es más que usual que el valor de la empresa se vea incrementado cuando se sustituye la plana mayor de la organización directiva, ya que se entiende como un ejercicio de renovación, modernización e incluso transparencia de la gestión. Es por ello que no resulta extraño que esta operación vaya de la mano de una posterior estrategia de unión de proyectos con otra entidad. Por último, y relacionado con la reducción de costes, está la intención de obtener ciertos incentivos fiscales, debido a que las sinergias de dos o más entidades que da lugar a una más grande puede tener acceso a determinadas exenciones o bonificaciones en su actividad económica.

Cambiando de prisma, existen unas razones vitales por las que las empresas deciden actuar conjuntamente, y este no es otro que el de ganar peso en el mercado. Muchas empresas tienen objetivos de internacionalización que actualmente se ven delimitados por su tamaño, por lo que una sinergia de este tipo puede resultar ser la única opción para romper las barreras de entrada de entrar en una determinada industria o país, y poder por tanto empezar a operar en él.

Así, hablando de la integración entre dos actividades empresariales debemos distinguir entre integración horizontal e integración vertical. Cuando estas fusiones y adquisiciones se realizan con objetivo de integración horizontal, se busca incrementar el poder de mercado de la nueva empresa resultante, reduciendo así la competencia hacia ella por parte de sus competidores. Sin embargo, si estas operaciones son de integración vertical la idea es distinta. En este caso se unen empresas que actúan en distintas etapas del proceso productivo, ya sea integración hacia adelante o hacia atrás, la idea final es el control de una mayor parte del proceso desde la fabricación hasta su comercialización al cliente final.

### 2.2.2 Fusiones

Las fusiones son uniones entre 2 o más empresas, en las cuales al menos una de las participantes pierde su personalidad jurídica en la fundación de la resultante. Estas fusiones, sin embargo, no poseen siempre la misma naturaleza. De hecho, puede tener forma de fusión pura, por absorción o con aportación parcial del activo. A su vez, no existe un requisito único con respecto a la identidad que deben tener las sociedades participantes en el proyecto de fusión, siendo posibles tomadoras de parte tanto sociedades de responsabilidad limitada, como colectivas o comanditarias.

Así mismo, tampoco existen delimitaciones que restrinjan las actividades de las empresas que formen parte del acuerdo, siendo posible la fusión de empresas que desarrollen actividades empresariales distintas.

Estas diversas formas contienen diferencias también en sus procesos:

- *Fusión pura:* Es la cual en la que dos o más empresas, de un tamaño similar y comparable llevan a cabo su fusión, aportando todos sus recursos y disolviéndose en favor de una nueva entidad.
- *Fusión por absorción:* En este caso, una empresa absorbe a otra, la cual desaparece y su patrimonio queda integrado en la absorbente, que ve de esta forma aumentado su patrimonio
- *Fusión con aportación parcial del activo:* 2 empresas se fusionan bien para dar paso a una nueva sociedad o bien para integrar sus patrimonios en otra sociedad previamente existente, que verá de esta forma aumentado su tamaño. La particularidad de este proceso recae en que una de las empresas participantes debe aportar sólo una parte de su patrimonio y no debe disolverse.

### 2.2.3 Adquisiciones

Como en prácticamente cualquier cosa que conozcamos, existen distintas maneras de conseguir un mismo objetivo, y en el caso del aumento de poder y solidez de las empresas no íbamos a hablar de una excepción.

En el caso de que una empresa no pretenda, por los motivos que fuera, utilizar el procedimiento de fusión con otra empresa, esta podrá llevar a cabo un proceso conocido como “adquisición”, por el cual la empresa sujeto activo adquiere el control de otra empresa a través de la compra de su capital social. Podrá, no obstante, decidir si adquiere total o parcialmente de la empresa adquirida, por lo cual variará a su vez el poder de control que posea de ella.

La viabilidad de una adquisición y el grado de control que la empresa pretende asumir depende tanto de variables económicas, véase el presupuesto que desea la

empresa invertir en su crecimiento, como por razones meramente de reparto de las acciones de la empresa a adquirir. En caso de ser una empresa con multitud de accionistas y por la cual ninguno de ellos tiene un poder definitivo individual la adquisición podrá cumplimentarse de forma más sencilla que en el caso de que la masa accionarial perteneciese íntegramente a unos pocos accionistas con mucho poder de decisión sobre ella.

El método a través del cual se realiza la adquisición del capital social de una empresa a otra ha sido tradicionalmente el de una compra-venta, primero del capital social de la entidad adquirida, y luego puesta a la venta para los nuevos inversores interesados bajo una nueva dirección, control y personalidad jurídica. Sin embargo, el mundo de las finanzas vive continuamente en una innovación hacia nuevas formas de negocio y de entender la economía, por lo que actualmente son dos los métodos predominantes a través de los cuáles se realiza esta compra de capital, estos son: la compra mediante apalancamiento financiero o Leveraged Buy-Out (LBO) o mediante la oferta pública de acciones (OPA).

- *Compra mediante apalancamiento financiero (LBO):* Esta forma de llevar a cabo una adquisición consiste en el empleo de deuda como instrumento de financiación de una parte importante del precio de esta adquisición, ya sea total o parcial.

Este método resulta ciertamente arriesgado, pues el contrato de deuda tiene carácter de obligado cumplimiento, por lo que como resultado de la deuda contraída, la empresa adquirente suele quedar en una situación de merma de solidez económica importante y es muy usual que sufra de ratios de endeudamiento muy elevados, que pueden ser definitivos en la propia valoración de la empresa por parte de los inversores, al dar señales de dificultad de solvencia.

Además, no es solo una cuestión de valoración en el mercado ante potenciales accionistas y comisiones reguladoras, sino que la propia capacidad de ejercicio de la compañía puede llegar a estar en peligro si la situación no es la esperada, puesto que la empresa adquirente deberá responder ante un posible incumplimiento de pago de la deuda con su patrimonio, con su capacidad de crédito, y en el peor de los casos, con sus propios activos y futuros flujos de caja.

Se trata por tanto de una estrategia realmente comprometida, que necesita de una gestión del riesgo y una monitorización constante y bien estructurada que evite una situación peligrosa para la continuidad de la actividad empresarial. Adicionalmente y mediante esta misma forma de actuar existe el denominado procedimiento *Management Buy-Out*, por el cual el proceso de compra es el inverso y son los propios directivos de la empresa los que deciden adquirir la misma. Esto es, los directivos ocupan las dos partes de la negociación para, en la mayoría de los casos, establecer bajo su control una compañía renovada y cambiar así de dirección y desarrollo empresarial.

- *Oferta pública de adquisición de acciones (OPA)*: Esta se produce cuando la empresa adquirente realiza una compra de parte o todo el capital social de la empresa a adquirir, y pasa de esta forma a obtener el porcentaje del control de la misma correspondiente al capital traspasado. Para ello, se anuncia públicamente la intención de compra de las acciones de una empresa cotizada y el precio al que se propone la compra con el objetivo de dar publicidad e información necesaria ante los inversores, órganos de control y de defensa de la competencia, y público en general.

La operación de adquisición mediante este proceso puede ser realizada tanto por una persona física como por una sociedad, siendo necesario únicamente una contrapartida por el capital social comprado, ya sea en forma de dinero o en valor en acciones. A su vez, estas ofertas pública de acciones, pueden llevarse a cabo de forma muy distinta en cuanto al procedimiento dependiendo de la relación entre las empresas participantes en la negociación, su competencia en el mercado o sus intereses empresariales particulares. Estas pueden ser realizadas de forma amistosa u hostil.

- *Oferta pública de adquisición amistosa*: En este caso, ambas empresas llegan a un acuerdo en relación al precio de la compra de la compañía adquirida y la forma en la que se dirigirá la operación.
- *Oferta pública de adquisición hostil*: En una OPA hostil la diferencia radica en la relación de intereses que causan la adquisición. La directiva de la empresa objeto de la misma no está de acuerdo con la operación debido a entender que beneficia únicamente a los accionistas debido a que como consecuencia de la compra, la empresa adquirida obtendrá una cantidad de dinero superior al actual valor de sus acciones en el mercado actual. Por tanto, el término hostil surge de la posibilidad de superar los intereses encontrados entre directivos de ambas empresas mediante una oferta jugosa, con un precio superior al de mercado, que pase por encima estos intereses y la haga irrechazable.

En este tipo de procesos el factor sorpresa es fundamental, así como la confidencialidad de la misma, que en caso de no cumplirse puede atraer a otras empresas que quieran formar parte de la adquisición o nuevos inversores que pretendan formar parte de los compradores del capital social a adquirir, lo que de forma clara sería un perjuicio para la estrategia empresarial principal.

## **2.2.4 Procedimiento y fases de una fusión entre empresas**

Como hemos aclarado previamente en el apartado de fusiones, esta estrategia empresarial necesita de la participación de, al menos, dos empresas negociadoras y su ejecución está compuesta de distintas fases:

- *Fase preparatoria:* Se define como la fase desde que se pone en conocimiento el interés por parte de una empresa de adquirir una determinada sociedad hasta que se redactan formalmente las bases del proyecto de fusión en un documento detallado, al mismo tiempo que se publica un balance de fusión. Ambos documentos deberán ser presentados para su posterior publicidad en el Registro Mercantil, además de ser verificados como correctos mediante el peritaje de expertos independientes y administradores, que elaborarán un informe asegurando la correcta ejecución de la estrategia de fusión. Por último, estos documentos deberán ser aprobados por las juntas generales de todas las sociedades participantes.
  
- *Fase decisoria:* Esta fase se refiere al momento en el cual las juntas generales de las sociedades participantes toman, de manera efectiva, la decisión de poner en marcha la decisión de fusionarse.
  
- *Fase de ejecución:* Una vez tomada la decisión de llevar a cabo la fusión, el documento surgido del acuerdo se publicará con el objetivo de que los acreedores tengan la capacidad de consultarlo, y en su caso, hacer uso del denominado “derecho de oposición de los acreedores”, por el cual pueden dar a conocer reclamaciones y sugerencias que modifiquen o veten cláusulas del acuerdo establecido. Después del plazo delimitado para potenciales modificaciones, se otorgará de forma definitiva la escritura de fusión y se inscribirá esta en el Registro Mercantil, añadiéndose el pertinente anuncio en el Boletín Oficial del Registro Mercantil.

Con objeto de que todo el procedimiento de una fusión se realice de acuerdo a la ley, y en consonancia con las normas establecidas para este supuesto por parte de los organismos reguladores, existirán unas pautas que controlarán el proceder continuo de la operación. Esta regulación legal pretende que el proyecto de fusión se estructure de manera clara y completa por parte de los administradores de las sociedades que participan en el proceso de fusión. A su vez, pretende garantizar una tutela efectiva y fidedigna de los derechos de los accionistas, así como de terceros intervinientes en la operación, como pueden ser acreedores, obligacionistas o trabajadores, y hacer cumplir con exactitud y la regularidad exigida con los balances que deben presentar las sociedades intervinientes en la fusión a lo largo del procedimiento.

Estas normas regulatorias deben existir de la misma forma para exigir la claridad en las ecuaciones de canje de las acciones entre empresas, concepto sobre el que hablaremos de forma inmediatamente posterior, y por último, regular las fusiones transfronterizas de las sociedades de capital.

### 2.2.5 Ecuación de canje

En una operación de fusión entre empresas, ya sea esta una fusión plena, en la cual una empresa toma pleno control de la otra participante mediante la compra del total de su capital social, o bien una fusión de carácter parcial, en la que se comparte en distintas proporciones el control de la empresa resultante, es necesario un sistema que precisamente sea capaz de establecer de forma justa y efectiva este reparto de responsabilidades en el control, y en definitiva, en la propiedad de la compañía resultante de la fusión. Para ello, el sistema utilizado es el conocido como “ecuación de canje”, o “fusión por canje de acciones” y podríamos decir que, de una forma más coloquial, es el precio de la operación de fusión, por lo que ninguna de las empresas quiere salir perjudicada del establecimiento de dicho precio.

El proceso de intercambio de acciones o ecuación de canje representa la proporción en la que las acciones de una empresa serán intercambiadas por las acciones de la otra empresa participante de la fusión. Por ello, es de vital importancia una correcta valoración de cuál es el valor exacto de las acciones de una y otra empresa en el momento de la operación, realizando un estudio exhaustivo con carácter previo del valor real del patrimonio de la empresa.

Para esta determinación del valor de patrimonio las empresas podrán usar cualquiera de los criterios de valoración que tengan a su alcance, los más usuales actualmente son calcular el valor teórico contable de la compañía, hallar el valor de capitalización de resultado de la misma o calcular el valor de venta de esta o de su liquidación.

Como es lógico, todas las empresas que intervengan en la fusión deberán optar por el mismo criterio de valoración, con el objetivo de evitar los vicios relativos al uso de distintos criterios que podrían desvirtuar una evaluación justa y equitativa del valor de las empresas participante y que podría ser un foco de intercambios de intereses que sin lugar a dudas dañaría la imagen de pulcritud y transparencia que se presumen en operaciones de este calado.

Aparte, en caso de que las sociedades participantes sean Sociedades Anónimas o Comanditarias, será de obligado cumplimiento la fijación de un experto independiente que revise y valide al cambio de acciones a través del canje, con el objetivo de conseguir la neutralidad necesaria del procedimiento. Sin embargo, esta revisión independiente será simplemente opcional en caso de ser una Sociedad de Responsabilidad Limitada la que forme parte del proyecto. Además, estos criterios deben estar enfocados a la visión de representación de la realidad, por lo que deberán evitarse cálculos ambiguos, como pueden ser los ratios, que puedan generar confusiones debido a no proporcionar resultado absolutos, sino datos relativos, los cuales no son idóneos para una representación efectiva de la realidad.

Una vez determinado el valor real del patrimonio de las empresas, se deberá considerar el valor unitario, es decir, el valor de cada acción, siendo este el valor clave a la hora de realizar el intercambio entre empresas.

Existe un problema derivado de la cuantificación de las acciones para establecer la ecuación de canje, y este no es otro que el reparto de las mismas entre los

inversores. Las acciones deben estar divididas en números enteros, de manera que un accionista determinado no puede poseer 120.5 acciones de la compañía, sino que deberá poseer 120 o 121. Este problema lo considera la Ley de Modificaciones Estructurales en sus escritos, y establece que en estos casos existirá una aportación dineraria que cuantifique la porción de acción. Sin embargo, existen limitaciones a este pago en dinero, el cual no podrá exceder el 10% del valor nominal de las acciones atribuidas.

Por último, tal y como hemos definido anteriormente la ecuación de canje, la proporción se realizará mediante el cociente del valor de los títulos de una entidad, la cual suele ser la más grande y, por tanto, la que lleva la iniciativa de la fusión, y el valor de la otra empresa que toma parte de la fusión. Una vez obtenido el valor de la ecuación, este será multiplicado por la cantidad de títulos que reciba cada accionista procedente de la otra empresa, quedando finalmente repartidos los títulos pertenecientes a cada una de las partes, y por tanto, la capacidad de control, gestión y titularidad de cada participante en la nueva empresa resultante del proyecto de fusión.

Normalmente, en la práctica la liquidez es mayor en la empresa de mayor tamaño, es decir, la adquirente, que en la empresa de menor peso participante en la fusión. Esto genera la situación de que muchos inversores, especialmente los traders o “inversores intra-día” sean reacios a invertir en la empresa pequeña, puesto que predicen posibles dificultades para retirar sus ahorros en caso de una importante caída en bolsa antes del proyecto de fusión. Sin embargo, el pequeño descuento que surge para la empresa pequeña como consecuencia del canje de acciones puede ser interesante para los inversores a largo plazo. Estos, especializados en grandes volúmenes de negocio y que pretenden permanecer en la empresa resultante de la fusión mucho tiempo prefieren aprovechar el pequeño descuento que se les ofrece en la empresa pequeña, aún a sabiendas de la menor liquidez en su valor. Normalmente, este descuento por inversión en la empresa pequeña participante en la fusión suele estar en torno al 1% y el 3%, y está garantizado, no depende de la situación financiera de la compañía en un momento determinado.

Una vez se cierra definitivamente el acuerdo de ecuación de canje, y por tanto queda aprobado el proyecto de fusión, esta pasa a ser irreversible salvo que exista algún problema en cuestión de competencia que algún organismo regulador pueda llegar a vetar.

## **2.4 ANÁLISIS DE LAS OPERACIONES PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN SOBRE EL EMPLEO EN LAS EMPRESAS ADQUIRIDAS**

A continuación, y adentrándonos más en profundidad en las implicaciones y consecuencias de una OPA sobre el funcionamiento de una empresa adquirida, analizaremos la repercusión en el empleo de esta, desde el número de empleados, la productividad, y en el caso de haber una relación directa entre la adquisición y el



empleo, estudiaremos las causas a las que se puede deber, si consigue solucionar los problemas, y sobre todo analizar qué variables son realmente influyentes y cambiantes antes y después de que una empresa sea adquirida vía OPA.

Lamentablemente, y debido a que tanto Europa occidental, como por supuesto España, son territorios con mercados rígidos, con mayores costes al reajuste de las plantillas, y con mayor protección del empleo sobre los accionistas, nunca ha existido la tradición y la experiencia de mercado de los países anglosajones, donde existe una mayor flexibilidad laboral, más atractiva para el estudio empírico, por lo que la mayoría de estudios a los que haremos referencia en adelante están circunscritos a realidades ajenas a España. Sin embargo, explicaremos de forma adecuada sus implicaciones y las haremos extrapolables al mercado laboral español.

Así, por ejemplo, el estudio realizado por Gugler y Yurtoglu (2004) defiende una relación negativa y significativa estadísticamente entre las fusiones y adquisiciones que tienen lugar y la demanda de empleo. El signo negativo de esta relación lo atribuyen a la estrechez y el raquitismo de los mercados europeos, que provoca que en Europa se utilicen las fórmulas de fusión y adquisición como método para lograr el nivel óptimo de empleo en las empresas.

En nuestro caso, nos plantearíamos, por tanto, si en España podría existir también esta relación negativa en la evaluación de la plantilla tras ser una empresa adquirida.

#### **2.4.1 Revisión literaria empírica y planteamiento de hipótesis**

La generación de desempleo puede venir precedida por muchos factores que afectan al funcionamiento de la sociedad en cuestión, como por ejemplo falta de productividad del capital humano; la situación económica de recesión; un cambio de estrategia de las empresas como la revolución tecnológica de las entidades financieras, la estacionalidad; las variaciones en la legislación laboral y los costes de despido o una adaptación deficiente al nuevo contexto de globalización. Sin embargo, de cara al análisis de la influencia de las OPAS en el empleo de las sociedades adquiridas, deberemos aislar todos estos factores de la muestra para que el resultado de la evolución de las plantillas y productividad se ciña únicamente al factor explicativo de la oferta de adquisición.

Aplicando el caso comentado de Gugler y Yurtoglu (2004), la OPA podría generar desempleo cuando es utilizada como medio para una reestructuración de la empresa, abaratando costes de despido, debido a la rigidez del mercado laboral español respecto a otros mercados. En ese caso, sería necesario que la OPA se considerase una causa objetiva, o se sumase a otras medidas objetivas, para el fin de reestructuración y continuidad de la actividad.

Las causas que llevan a que tras una OPA se produzcan reducciones significativas en la plantilla podrán ser denominadas como *ex ante* o, en su caso, *ex post*, dependiendo de si las causas que originan las consecuencias en la plantilla surgen antes o después de la cumplimentación de la adquisición. De esta manera, en relación con las causas *ex ante*, podría ser esperable que la reestructuración en la plantilla

fuese más probable en aquellas sociedades adquiridas que tuviesen problemas de productividad o de rentabilidad en su sector.

De forma contraria, cuando hablamos de factores *ex post* nos referimos a la probabilidad de que sea la propia OPA la que provoque las reestructuraciones en la plantilla. Así, la influencia de una OPA a la hora de recortar plantillas está subordinada a la posibilidad de alcanzar sinergias con otras empresas. Si existen pocas posibilidades de alcanzarlas, hará que la OPA tenga menos repercusión en el empleo de la compañía, que si no se dan estas sinergias.

#### *2.4.2 Hipótesis sobre los factores ex ante*

Entre los motivos que causan variaciones en la plantilla antes de que tenga lugar la operación de adquisición, es especialmente relevante la ineficiencia de la empresa objetivo de adquisición. Esta ineficiencia es atribuida principalmente a la gestión del órgano de dirección. En este punto, es conveniente recordar la problemática descrita por los modelos de agencia sobre el conflicto de intereses entre accionariado y dirección, que llevarían a una peor gestión de la compañía en su conjunto. Dicho esto, y haciendo un ejercicio de extrapolación de las causas al entorno español, Alcalde y Espitia (2003), en su estudio empírico sobre el caso español, afirman una falta de significatividad en la diversas variables que componen la eficiencia de una compañía en relación a las OPAS. Por lo que, si bien claro que existen OPAS disciplinarias, no es en absoluto el caso de su funcionamiento en España.

En estos casos, en los que las empresas deben buscar soluciones para recuperar su rentabilidad, el estudio realizado por Chen *et al.* (2001) sobre las causas de los anuncios de despido, afirma que el mal resultado de las empresas y la reducción de sus costes, son las alegaciones más recurrentes a la hora de presentar las reestructuraciones de plantilla. Sobre esto, y para el caso español, el trabajo de Sánchez y Suárez (2003) expone a su vez el ahorro de costes y la crisis interna de la empresa como principales causas.

Ambos estudios están centrados en el mercado laboral, no sólo restringidos a su relación con OPAS, sin embargo los datos muestran esta relación para los casos de empresas ineficientes no objeto de OPAS, por tanto, será una relación igual o más esperable en aquellas empresas que sí han sido efectivamente adquiridas.

***HIPÓTESIS 1: La probabilidad de que existan recortes en la plantilla significativos en las empresas objeto de OPA es mayor cuanto menor sea la rentabilidad de la empresa en relación resto del sector***

Sin embargo, para que la reducción de plantilla tenga los efectos deseados por la empresa, y permita aumentar la rentabilidad de esta, sería necesario que el recorte de empleo tuviese beneficios para la empresa en términos de coste laboral unitario, consiguiendo disminuirlo para mejorar las cuentas de la compañía. De no cumplirse esta relación de reducción de empleo y generación de beneficios, serán necesarias

otras medidas complementarias de reestructuración, que acompañen a la del empleo para lograr el objetivo final.

En definitiva, sería esperable que la reducción de plantilla fuera más probable en aquellas empresas que presenten mayores costes laborales unitarios, pues supondría relativamente al resto del sector una mayor rebaja.

***HIPÓTESIS 2: La probabilidad de que existan recortes en la plantilla significativos en empresas objeto de OPA es mayor conforme mayores sean los costes unitarios laborales que soportan en relación al resto del sector.***

#### *2.4.3 Hipótesis sobre factores ex post*

Como señalamos anteriormente en el apartado de fusiones y adquisiciones, el establecimiento de sinergias es una de las principales razones para llevar a cabo estas operaciones. La razón es buscar un incremento en el valor de la empresa actuando conjuntamente, ya que se esperan mayores beneficios que con una mera suma de ambas de forma individual.

Estas sinergias pueden ser sinergias operativas, vinculadas fundamentalmente a aprovechar las economías de escala, de poder de mercado, asociadas a la consecución de una mayor competencia, o mayor concentración industrial o financiera. Sin embargo, todas ellas requieren un mayor solapamiento entre actividades, y, es por este motivo, que diversos autores defienden que las fusiones o adquisiciones con objetivo de establecimiento de sinergias pueden darse mucho más fácilmente entre empresas con negocios relacionados (Salter y Weinhold, 1979 o Lubatkin, 1983, entre otros).

Además, relacionado con el anterior caso de reducción de plantilla, en las empresas con negocios comunes, el solapamiento en caso de sinergias entre ellas generaría un gran número de costes redundantes, que serían muy sencillos de solventar, mediante una reducción de la plantilla que se considere duplicada.

***HIPÓTESIS 3: La probabilidad de que haya recortes en la plantilla significativos en empresas objetos de OPA está positivamente relacionada con la realización de actividades afines.***

La literatura empírica, y los estudios que han ido realizándose hasta ahora, vienen asegurando que una de las consecuencias más inmediatas de una OPA, es que aumenta de manera muy significativa la tasa de reemplazo de la cúpula directiva de las empresas adquiridas. Así los constatan estudios como los de Walsh y Ellwood (1991) o Franks y Mayer (1996), entre otros.

Según Jensen (1988), en sectores en declive, o de lento crecimiento, en los cuales existe un exceso de capacidad, y resulta necesario que las empresas menos

eficientes abandonen el mercado, o se reestructuren, los directivos suelen ser reacios a llevar a cabo nuevas estrategias o políticas de desarrollo que vayan en sentido contrario a la inversión realizada en su momento, aún cuando los resultados de estas inversiones no están dando frutos, y peligre la supervivencia de la empresa. Por ello, los reemplazos en el equipo directivo surgen muchas veces como la única opción de cambio, puesto que al no tener el desgaste del entorno empresarial, y al no haber hecho relación con el resto de la plantilla, pueden tomar decisiones más frescas e innovadoras, o expedientes de regulación de empleo con una menor implicación personal. Además, y lo que tiene especial valor informativo, el estudio empírico de Denis (1995) observa una reducción estadísticamente significativa en el número de empleados, una vez toma posesión del cargo el nuevo equipo directivo.

***HIPÓTESIS 4 La probabilidad de que haya recortes en plantillas significativos en empresas que han sido objeto de OPA aumenta cuando existen un reemplazo de la cúpula directiva (director general, consejero delegado o presidente del consejo)***

#### **2.4.4 Metodología econométrica**

##### ***2.4.4.1 Construcción de la muestra:***

Abordamos ahora el objetivo de establecer evidencias para el caso español sobre si las OPAS están realmente relacionadas con una reducción o no en las plantillas de las empresas adquiridas.

La muestra utilizada por el trabajo referido de Fradejas y Pérez-Soba, toma como valores muestrales 67 sociedades no financieras, que han sido objeto de OPA con éxito, durante el intervalo temporal de 1990-2000, tomando como referencia los valores desde un año antes de la operación de adquisición hasta tres años posteriores a la misma.

Con esta cantidad de datos, aunque no disponemos de un tamaño muestral grande, cabe señalar que hemos recogido aproximadamente el 50% de las OPAs que se han realizado en España sobre sociedades no financieras. Por tanto, el tamaño muestral bajo resulta a su vez muy representativo de la realidad española.

##### ***2.4.4.2 Evolución de la plantilla y especificación del modelo:***

En la muestra del estudio hay empresas de todo tipo, tanto pequeñas y medianas, como empresas grandes, por tanto deberemos tener en cuenta que son difícilmente comparables entre sí.

Otra consideración que debemos hacer es que los resultados pueden estar afectados por variables como el ciclo económico, y su estacionalidad, o por las

diferencias propias del sector en el que opera cada empresa. Una vez considerados estos factores, deberemos utilizar un modelo Probit de variable binaria, que analice cual es la probabilidad de que las reducciones significativas de plantilla en las empresas adquiridas estén vinculadas significativamente con los factores a los que hemos hecho referencia anteriormente, estos son rentabilidad, productividad de empresa, cambios en la cúpula directiva y existencia de una relación entre los negocios de las participantes.

En un modelo Probit, la variable dependiente puede tomar únicamente dos valores: 1 o 0, tomando el valor 1, si la empresa ha sufrido una reducción significativa de plantilla tras la OPA, y el valor 0 en caso contrario.

Econométricamente podríamos expresarlo como:  $P_i = P(Y_i = 1/x_i) = F(x_iB)$

### *Variable dependiente*

Para su construcción se ha elaborado la serie de datos de empleo para cada empresa durante un periodo significativo que recogiese el efecto de la OPA en la plantilla. Así, se cotejaron los datos del último año previo al de la OPA y al tercer año posterior.

Alcalde y Pérez-Soba (2007), autoras del estudio, establecen como fuente de datos el Sistema de Análisis de Balances Ibéricos (SABI), la base de auditorías de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), y directamente las memorias de algunas de la empresas. Por otra parte, los datos relativos al empleo en el sector provienen de los resultados anuales que elabora la Central de Balances del Banco de España. No obstante, consideraremos el hecho de que la muestra utilizada por la Central de Balances del Banco de España se advierte de que los datos de las empresas grandes están sobre representadas

### *Variables explicativas*

Para contrastar la primera de las hipótesis formuladas, se utiliza como medida de rentabilidad la tasa de retorno ( $r_{i,t-1}$ ) calculada como:

$$r_{i,t-1} = \ln((P_{i,t-1} + Div_{i,t-1} + Derechos_{i,t-1})/P_{i,t-2})$$

Las variables pertenecientes a dichas ecuación contienen, tanto variables explicativas, como independientes. Estas vienen descritas a continuación:

*siendo:*

*t* el año de la OPA,

$P_{i,t-1}$  el precio de las acciones de la empresa objetivo *i* a finales de *t-1*

$Div_{i,t-1}$  los dividendos por acción cobrados por el accionista de *i* el año anterior

$D_{chosi,t-1}$  el precio medio de los derechos de suscripción de las ampliaciones hechas por  $i$  en  $t-1$

$P_{i,t-2}$  el precio de las acciones de  $i$  en  $t-2$

Se considera también, que dado que las empresas operan en sectores muy diversos, y sus respectivos datos corresponden a periodos distintos, tendremos que corregir el efecto sectorial utilizando la tasa de retorno sectorial ( $r_{s,t-1}$ ), de forma que:

$$r_{s,t-1} = \ln((P_{s,t-1}) / (P_{s,t-2}))$$

- El coste laboral unitario se ha calculado como la relación entre los gastos de personal y el valor añadido bruto al final del último año previo a la OPA
- Para contrastar la hipótesis de sinergia, se utiliza como variable independiente una variable ficticia con valor 1 si la OPA se ha hecho entre empresas de la misma etapa del proceso de producción y el valor 0 si no existe relación entre ellas.
- Para medir los cambios en la cúpula de dirección en la empresa objetivo utilizaremos una variable ficticia con valor 1 algún miembro de la equipo directivo cambia entre la fecha de la OPA y el segundo ejercicio posterior y el valor 0 cuando no se dan cambios en los puestos clave.
- Para introducir la variable de control nos basaremos en los estudios empíricos de McGuckin y Nguyen (1995,2001) y Filbeck y Webb (2001), en los cuales se introduce la variable del tamaño de las empresas como variable de control por resultar significativa en todos los estudios mencionados a la hora de explicar las variables dependientes relacionadas con los despidos.
- Por último, los aspectos macroeconómicos generales quedarán controlados por variable *dummies* o ficticias temporales, que muestran el año en que cada empresa de la muestra ha sido objeto de OPA

## Resultados y conclusiones

Resultados de las estimaciones de los modelos probit				
Variabes	Modelo1 Coeficiente (Wald <sup>(1)</sup> )	Modelo2 Coeficiente (Wald <sup>(1)</sup> )	Modelo3 Coeficiente (Wald <sup>(1)</sup> )	Modelo4 Coeficiente (Wald <sup>(1)</sup> )
Constante	-4,386 (-2,30)**	-6,040 (-2,91)***	-5,136 (-2,33)**	-6,695 (-2,83)***
Rentabilidad mercado empresa	-1,049 (-1,82)*	-1,096 (-1,89)*	-1,286 (-1,85)*	-1,183 (-1,80)*
(Costes laborales unitarios empresa) <sup>1</sup>	-0,587 (-2,43)**		-0,164 (-0,43)	
VAB por empleado empresa		-0,020 (-2,30)**		-0,010 (-0,83)
Salario medio empresa		0,038 (1,33)		0,019 (0,50)
Cambio cúpula directiva	1,219 (2,65)***	1,287 (2,76)***	1,451 (2,81)***	1,423 (2,81)***
OPAs sectores relacionados	-0,099 (-0,22)	-0,212 (-0,46)	0,131 (0,26)	0,011 (0,02)
Tamaño empresa	0,407 (2,60)***	0,457 (2,75)***	0,471 (2,49)**	0,488 (2,58)***
Rentabilidad mercado sector			2,051 (1,46)	1,945 (1,40)
(Costes laborales unitarios sector)-1			-0,649 (-1,73)*	
VAB por empleado sector				-0,019 (-1,29)
Salario medio sector				0,032 (0,47)
N	67	67	67	67
LR <sup>(a)</sup>	29,87***	29,44***	35,33***	33,57***
McFadden R <sup>2</sup> (b)	33,06%	32,59%	39,11%	37,16%

No se presentan los coeficientes de las dummies temporales

<sup>(1)</sup>\* Significación < 0,1; \*\*Significación < 0,05; \*\*\*Significación < 0,01

<sup>(a)</sup> LR =  $2 \cdot (\ln L(\beta_{ML}) - \ln L_0)$ , siendo  $\ln L(\beta_{ML})$  el logaritmo neperiano de la función de verosimilitud en los estimadores obtenidos y  $\ln L_0$  el logaritmo neperiano de la función de verosimilitud cuando todos los coeficientes del modelo se hacen iguales a cero, excepto el término independiente. Este estadístico sigue una distribución  $\chi^2_k$ , siendo k el número de parámetros del modelo, incluido el término independiente.

<sup>(b)</sup> McFadden R<sup>2</sup> =  $1 - \ln L(\beta_{ML}) / \ln L_0$ . Proporciona una medida del poder explicativo del modelo logit, similar al valor de R<sup>2</sup> en una regresión lineal.

<sup>13</sup> La estimación de los parámetros se realiza por máxima verosimilitud utilizando el paquete estadístico STATA. Los estimadores máximo verosímiles cumplen asintóticamente las hipótesis de insesgadez, eficiencia y normalidad.

Fuente: Estudio empírico de Alcalde y Pérez-Soba (2007)

Los resultados del modelo de Alcalde y Pérez-Soba (2007) indican que la probabilidad de que se produzcan reducciones significativas en la plantilla es mayor en aquellas empresas adquiridas en las que menor es su rentabilidad, y menos favorable es su situación en términos de costes laborales unitarios en el año previo a la OPA. Al descomponer el coste laboral unitario en sus factores (valor añadido bruto por empleado y salario medio en el año previo a la OPA), observamos que es la baja productividad por empleado, y no un elevado salario medio, el principal determinante de los reajustes en las plantillas de las empresas adquiridas.

Con respecto al resto de variables significativas, los reemplazos en los puestos de dirección tras la OPA aumentan también la probabilidad de reajustes en la plantilla objeto de la operación de adquisición. Así, en cuanto al tamaño de la empresa, el coeficiente de la variable que lo mide presenta un signo positivo y estadísticamente significativo, lo que indica que las empresas de mayor tamaño son las más propensas a sufrir recortes laborales después de una OPA.

Será conveniente a su vez, resaltar que los resultados no respaldan, de ninguna manera significativa, que la probabilidad de que haya recortes en el empleo sea mayor cuando la empresa adquirente opera en un sector relacionado con el de la adquirida. Por tanto, no parece, que en la muestra de empresas para contrastar las hipótesis de sinergias afecte de ninguna manera la probabilidad de que disminuya el empleo en las empresas adquiridas.

Estos resultados, como se ha avisado a lo largo del trabajo de Alcalde y Pérez-Soba (2007), deben ser tomados con cautela. En primer lugar, por la falta de estudios empíricos existentes para el mercado español, y por lo reducido del tamaño de la muestra escogida, si bien, la muestra era ampliamente representativa.

En segundo lugar, la rigidez del mercado laboral español, en relación con economías mucho más flexibles, queda patente a lo largo de todo el estudio, quedando muchas veces como protagonistas de las acciones de este tipo ocurridas en España simplemente las empresas grandes, y con buen músculo financiero. Por tanto, el tema del presente trabajo no es una problemática que cale en el tejido empresarial español completo, sino en ciertas compañías de un determinado tamaño.

A la hora de establecer qué factores han influido en mayor medida en las reducciones de los tamaños de plantilla en las empresas adquiridas se desprende así mismo la importancia de la rentabilidad empresarial, demostrándose como un factor claramente significativo. Serían los reajustes laborales, por tanto, una medida a llevar a cabo por los accionistas para intentar recuperar la rentabilidad de su inversión. También la productividad ha quedado patente como una de las características explicativas del fenómeno de reducción laboral.

Por último, en cuanto a la relación de negocios entre las empresas participantes en la operación, los resultados obtenidos no son siempre contrastados y respaldados por otros estudios centrados en la realidad empresarial de otros países, por lo cual nos damos cuenta de que existen diferencias significativas entre el comportamiento de las empresas en los distintos mercados laborales. Así, el estudio realizado por O'Shaughnessy y Flanagan (1998), centrado en el mercado estadounidense, no coincide con los resultados obtenidos en el trabajo de Alcalde y Pérez-Soba (2007).

Sin embargo, en relación a la situación en Europa continental, los resultados que obtienen Gugler y Yurtoglu (2004) sí que parecen estar de acuerdo con los obtenidos en este trabajo, ya que observan un impacto negativo sobre el empleo tanto en fusiones como en adquisiciones relacionadas, como no relacionadas, siendo el impacto incluso mayor en este último caso.

## **2.5 PROPUESTA PROPIA**

Una vez analizada la evidencia existente sobre las hipótesis y la metodología de cálculo en las operaciones de adquisición, así como de la influencia de sus variables explicativas, realizaremos un traslado de esta información a un ámbito regional, como es el de Aragón, para intentar establecer paralelismos entre los estudios empíricos realizados a nivel nacional y una realidad más reducida como la del tejido empresarial de nuestra región. Compararemos de esta forma las conclusiones de los análisis existentes con una posible extrapolación a nivel regional.

Para ello, nuestro estudio realizará un análisis mediante las principales empresas que actúan en Aragón, de cuál podría ser el impacto de estas operaciones empresariales de adquisición, en caso de darse, en el empleo aragonés.



### 2.5.1 Muestra

Lo primero que debemos conocer es un listado de las principales empresas que actúan en Aragón, puesto que sobre ellas se realizará la valoración de las posibles consecuencias de una OPA.

Dada la disparidad del tamaño de las empresas en una región como la aragonesa, en la cual nunca ha sobresalido un tejido industrial prominente, escogeremos únicamente para el análisis las 10 primeras empresas por nivel de facturación que actúan en nuestra región, el resto no las consideraremos debido a que, si bien tienen un gran peso relativo en la región aragonesa, e incluso a nivel nacional alguna de ellas, no tienen el músculo financiero suficiente para tomar partido en operaciones bursátiles de este calibre y podrían distorsionar la homogeneidad de la muestra.

Los datos escogidos para el análisis de las empresas en Aragón serán las variables explicativas que se manifestaban en la metodología econométrica como factores que influían significativamente en las consecuencias sobre el empleo de una OPA. Así, del anterior modelo quedó claro que la rentabilidad financiera de la empresa, y los costes laborales unitarios eran los dos principales factores que tenían una consecuencia directa y significativa en el empleo de la empresas adquiridas tras una OPA. Por tanto, nuestra idea será la de plantear si en caso de que las principales empresas que facturan en Aragón formasen parte de una operación de adquisición, como sería el impacto que esto tendría en el empleo aragonés.

Planteamos la hipótesis siguiente:

***HIPÓTESIS PROPIA: La probabilidad de que haya consecuencias graves en el empleo aragonés en caso de que las principales empresas radicadas en nuestra región sean objeto de OPA***

Empresa	Facturación (€)	Número de empleados	Rentabilidad financiera (%)	Coste de los trabajadores/Ingreso de explotación (%)
OPEL ESPAÑA SLU	4.605.932.000	5.389	8,60%	5,66%
BSH ELECTRODOMESTICOS ESPAÑA SA	1.624.138.000	4.431	41,86%	12,47%
ALLIANCE HEALTHCARE ESPAÑA SA	1.282.368.000	900	13,99%	3,11%

S.A INDUSTRIAS CELULOSA ESPAÑA (SAICA)	1.051.253.430	661	15,43%	4,61%
SUPERMERCADO S SABECO SA	920.473.000	4.657	-21,32%	8,87%
ESPRINET IBERICA SL	654.991.000	281	1,29%	1,56%
RIVASAM INTERCONTINENT AL SA	620.667.000	72	452,37%	0,54%
ADIANT SEATING SPAIN SL	485.904.438	1.006	-35,44%	9,24%
SCHINDLER S.A	483.904.438	2.344	23.65%	25,68%
FUJIKURA AUTOMOTIVE EUROPE SA	480.617.911	166	-218,37%	1,90%

*Fuente: Sistema de Análisis de Balances Ibéricos (SABI)*

## *Resultados*

Una vez tenemos los datos necesarios podemos ver que incluso dentro de una muestra reducida existen muchas diferencias en cuanto a las condiciones financieras en las que cada empresa se enfrentaría a una adquisición, y por tanto cada uno tendría muy probablemente resultados distintos en el impacto de su plantilla.

Empezaremos por un caso excepcional en esta tabla, que no es otro que el de la empresa de automóviles Opel España SLU, la cual ha sido adquirida en 2018 por el grupo automovilístico PSA Peugeot Citroën en una operación valorada en 2.200 millones de euros.

Las consecuencias de esta compra no han tardado en hacerse notar, ya que apenas 12 meses después de la adquisición, Opel vuelve a los beneficios, mediante, además, un margen operativo corriente del primer semestre del 5%. Así, la competitividad de sus plantas de producción ha mejorado significativamente, dando lugar a nuevas decisiones de inversión, de las cuales nuestra localidad se ve directamente apremiada. Zaragoza, y su planta de producción de Figueruelas, recibirá la producción exclusiva del nuevo modelo Corsa, lo que sin ninguna duda es una buena noticia para el empleo local.

A continuación, procederemos a analizar cómo puede afectar la situación de cada empresa, dadas las variables explicativas que se han descrito en el trabajo de Alcalde y Pérez-Soba (2007), en las consecuencias de una posible adquisición.

Uno de los principales indicadores que debemos tener en cuenta, es el de rentabilidad financiera. Este ratio resulta ser una de las variables explicativas en las

consecuencias en el empleo tras una OPA. Así, podemos observar que empresas como BSH Electrodomésticos España SA, o Rivasam Intercontinental SA, que cuentan con una rentabilidad financiera muy saneada, podrían tener menos consecuencias directas en el empleo de sus trabajadores en relación a otras sociedades.

Sin embargo, existen otras empresas, como precisamente Opel, que contaba en el año 2017 (último año disponible en base de datos SABI y previo a su adquisición por PSA) con una rentabilidad financiera muy baja. Esta mala salud financiera favoreció presumiblemente la operación de adquisición.

Por su parte, existen casos como los de Sabeco o Fujikura Automotive, en los que, definitivamente, el problema de rentabilidad financiera es grave, y que por lo tanto, en caso de una OPA, tendría una repercusión negativa en el empleo de la empresa.

Los costes laborales es otra de las variables que explican el grado de consecuencia en el empleo de la empresa adquirida tras una OPA. De esta forma, compañías como Esprinet Ibérica, o las recientemente mencionadas, Rivasam y Fujikura poseen unos costes por trabajador en relación a los ingresos brutos por explotación realmente bajos en comparativa con el resto de empresas, por lo que en caso de ser adquiridas, la probabilidad de que existan recortes significativos en la plantilla son reducidos. No obstante, ocurrirá lo contrario en las empresas en las cuales el coste de mano de obra suponga un peso mayor al aconsejable, como podemos ver que ocurre en sociedades como Shindler S.A, la cual tendrá verdaderos problemas a la hora de mantener su plantilla intacta, en caso de ser adquirida.

Los costes laborales, además, también tendrán una repercusión importante en la entrada de una nueva cúpula directiva. Estos cambios en el equipo directivo de la empresa son fundamentales en el empleo, como aparece descrito en el trabajo de Alcalde y Pérez-Soba (2007), sin embargo, su análisis no puede predecirse, ya que la decisión y el calado de dicho cambio en la directiva, es una decisión posterior a la adquisición.

Es por ello, que con respecto a esta variable explicativa y en relación a nuestros datos, sólo podremos decir con seguridad, que ante la no certeza de que fuera a haber una variación en la directiva de las empresa al adquirirse, un coste elevado de los trabajadores será, sin duda, un dato que la nueva dirección, de haberla, solventará de manera más inflexible, debido, tanto a la necesidad de obtener resultados en el corto plazo, como a no poseer la limitación de tener relaciones personales con los empleados, que podrían frenar un ajuste en el empleo necesario.

Por último, la realización de actividades y de negocios afines por parte de las empresas es la última de las variables explicativas significativas para la evolución del empleo. Determinaremos, pues, los distintos sectores de negocio de las empresas representadas en nuestra muestra

<b>Nombre de empresa</b>	<b>Código primario de actividad</b>
OPEL ESPAÑA S.L.U	<i>Fabricación de vehículos de motor</i>
BSH ELECTRODOMÉSTICOS ESPAÑA SA	<i>Fabricación de electrodomésticos</i>
ALLIANCE HEALTHCARE ESPAÑA S.A	<i>Comercio al por mayor de productos farmacéuticos</i>
SAICA	<i>Fabricación de papel y cartón</i>
SUPERMERCADOS SABECO S.A	<i>Venta de productos de alimentación</i>
ESPRINET IBERICA S.L	<i>Comercio al por mayor de ordenadores y equipo de oficina</i>
RIVASAM INTERCONTINENTAL S.A	<i>Elaboración y comercio al por mayor de productos cárnicos</i>
ADIENT SEATING SPAIN S.L	<i>Fabricación de piezas y accesorios para vehículos de motor</i>
SCHINDLER S.A	<i>Fabricación de maquinaria de elevación y manipulación</i>
FUJIKURA AUTOMOTIVE EUROPE S.A	<i>Fabricación de equipo eléctrico y comercio al por mayor de componentes, piezas y accesorios para vehículos de motor</i>

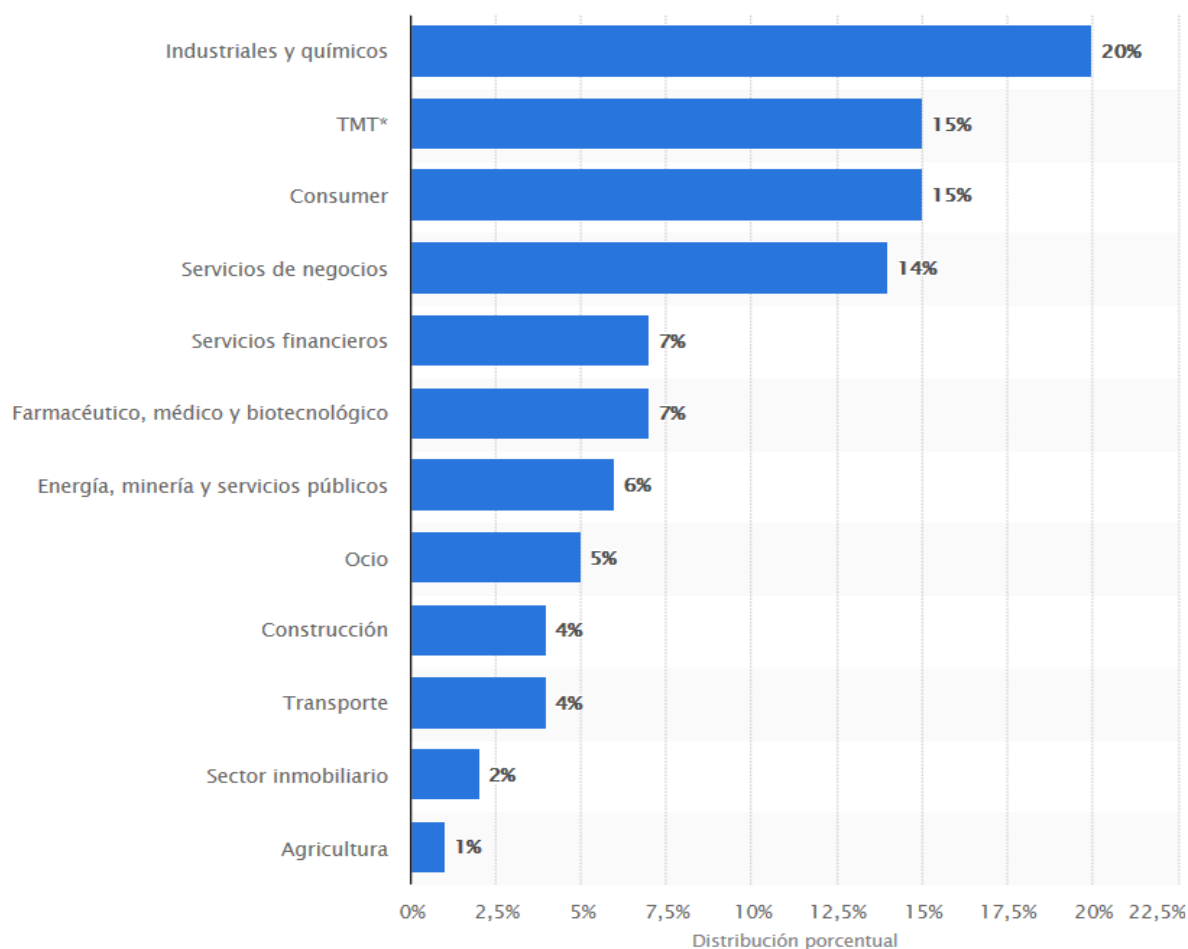
*Fuente: Sistema de Análisis de Balances Ibéricos (SABI)*

Como vemos en la presente tabla, existen importantes parecidos en las áreas de negocio de las principales empresas que actúan en Aragón. Así, notamos como la industria del motor supone un peso muy importante en la economía aragonesa. Una conclusión parecida podríamos obtener de la industria de la alimentación, ya que entre las diez sociedades más importantes de nuestra región, dos dedican su actividad a ella.

En el trabajo analizado anteriormente de Alcalde y Pérez-Soba (2007), queda claro que existe una relación positiva entre la probabilidad de recorte de plantillas de las empresas adquiridas, y el desarrollo de una actividades económicas similares por parte de las compañías. Por ello, trasladando el planteamiento de dicha hipótesis a nuestra muestra, podemos concluir que, principalmente, las plantillas de las sociedades que dedican su actividad al desarrollo de la industria del motor, estarán posicionadas en una situación de mayor vulnerabilidad en lo que respecta a su estabilidad, en caso de ser adquiridas por otra empresa. A su vez, podemos afirmar que las empresas dedicadas a alimentación también podrían sufrir los efectos de este solapamiento en los sectores de negocio, al tiempo que el empleo del resto de principales compañías no quedará directamente dañado por este supuesto.

Profundizando en el tema de la importancia de los sectores como variable explicativa de la evolución del empleo ante posibles adquisiciones, debemos decir, además, que existe una correlación sintomática entre ciertos sectores y la probabilidad de que sobre sus empresas se den lugar adquisiciones.

### Principales sectores objetivo de fusiones y adquisiciones (M&A) europeas entre 2014 y el primer semestre de 2015, según el volumen de los acuerdos



Fuente: Statista

Así, los sectores químicos, de tecnología y telecomunicaciones, de consumo, de negocios, y la industria farmacéutica son históricamente más atractivos para este tipo de operaciones financieras y existe mayor probabilidad de que las sociedades que los componen se conviertan en objeto de OPA.

El gráfico se concentra en las operaciones llevadas a cabo en un año en el entorno europeo, por ello, a la hora de hacer traslación sobre nuestra región, debemos decir que los datos europeos y españoles, han ido tradicionalmente a la par, por lo que podemos basarnos en esta tendencia para nuestra extrapolación. Lo contrario ocurriría si los datos estuvieran basados en las operaciones llevadas a cabo en Estados Unidos, donde, por la distinta tradición anglosajona hacia el mercado, no podríamos dar los datos como válidos para una futura consideración por nuestra parte.

Como vemos en nuestra muestra, entre las principales empresas que actúan en Aragón, existe una empresa dedicada al comercio de productos farmacéuticos, y, a su vez, una amplia gama de compañías dedicadas al sector del consumo, por lo que

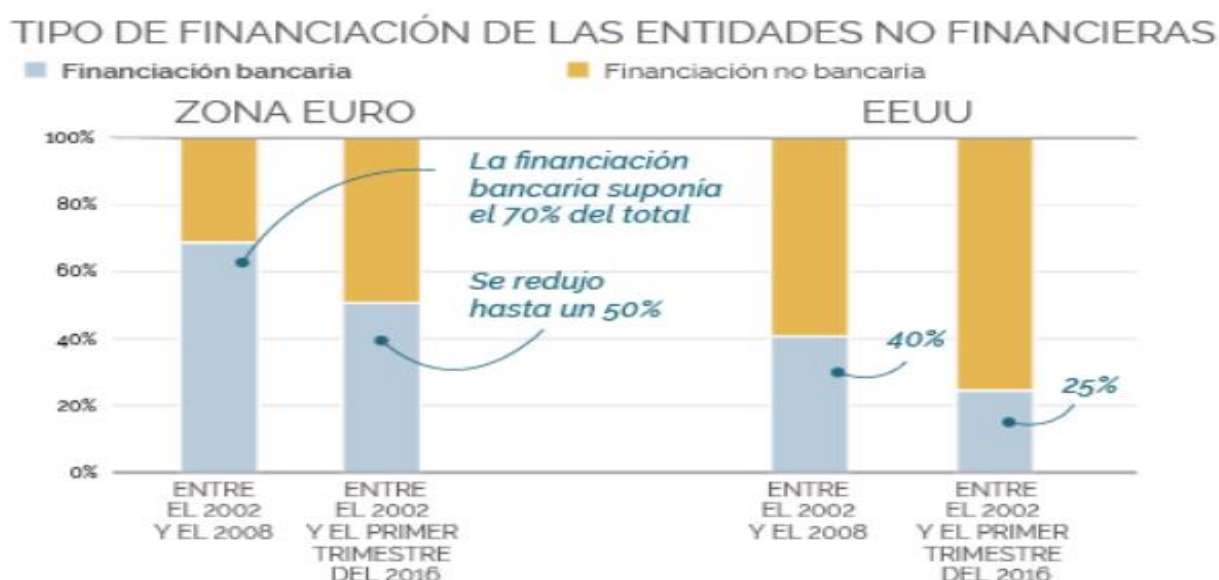
nuestras compañía más grandes se sitúan en su mayoría en los sectores especialmente atractivos para ser objeto de OPA, con la consecuencia ya comentada, que tendrá ello sobre el empleo.

Como valoración general, diremos que el grueso de las empresas de la muestra gozan de relativa buena salud, con valores de rentabilidad financiera aceptables, y con una ratio de costes laborales por ingresos razonablemente reducidos, por ello, podemos concluir, que si bien las operaciones de adquisición de empresas, en caso de darse en las principales compañías de Aragón, tendrán consecuencias en el empleo, estas no serán extraordinariamente altas.

## 2.6 ESPAÑA EN EL CONTEXTO GLOBAL

El contexto económico de regulación y la tradición de mercado son los principales factores de diferenciación entre países en lo referente tanto a las operaciones financieras y bursátiles en general, como a las operaciones de adquisición de empresas en particular.

En este sentido, España y la Europa continental, especialmente los territorios del sur siempre han ido a la cola en lo que a mercantilización, nuevas formas de financiación y peso de las finanzas se refiere. De hecho, han sido los países anglosajones, tradicionalmente, en concreto Gran Bretaña y Estados Unidos, los que han demostrado una menor dependencia bancaria en favor de un peso muy importante de los instrumentos de financiación alternativos, como son los fondos de inversión y grandes holdings. Una prueba de ello queda representada en el siguiente gráfico.



Fuente: El Periódico. Boletín Económico del Banco de España, BCE y Reserva Federal

A su vez, gozan esos países de una regulación mucho más flexible en cuanto a la generación de empresas, apoyo a autónomos, ayuda al ahorro personal y atracción de capital extranjero. Todo ello, junto con una regulación también más laxa en relación a las condiciones laborales, hace que los países anglosajones posean entre otras cosas, de una importancia histórica de operaciones de adquisición muchos más importante que en España.

Aparte de las distintas condiciones en lo referente al mercado laboral es esencial considerar la estructura accionarial y los propios mercados de valores como uno de los principales factores de distinción entre ambos países. Así, los trabajos de La Porta et al. (1997,1998) encuentran que son los diferentes niveles de protección a los accionistas lo que permitiría explicar las diferencias institucionales en estas áreas. De esta forma, en los países anglosajones, el mayor nivel de protección habría favorecido el desarrollo de estructural accionariales diversas, con un mercado de control de empresas en el que la simple adquisición tendría efectos disciplinarios sobre los directivos menos eficientes.

Una vez aclarada la diferencia entre los dos grandes bloques occidentales en lo que se refiere a tradición de mercado y estructuras financieras, abordamos la cuestión de las ofertas públicas de adquisición de España en el contexto europeo.

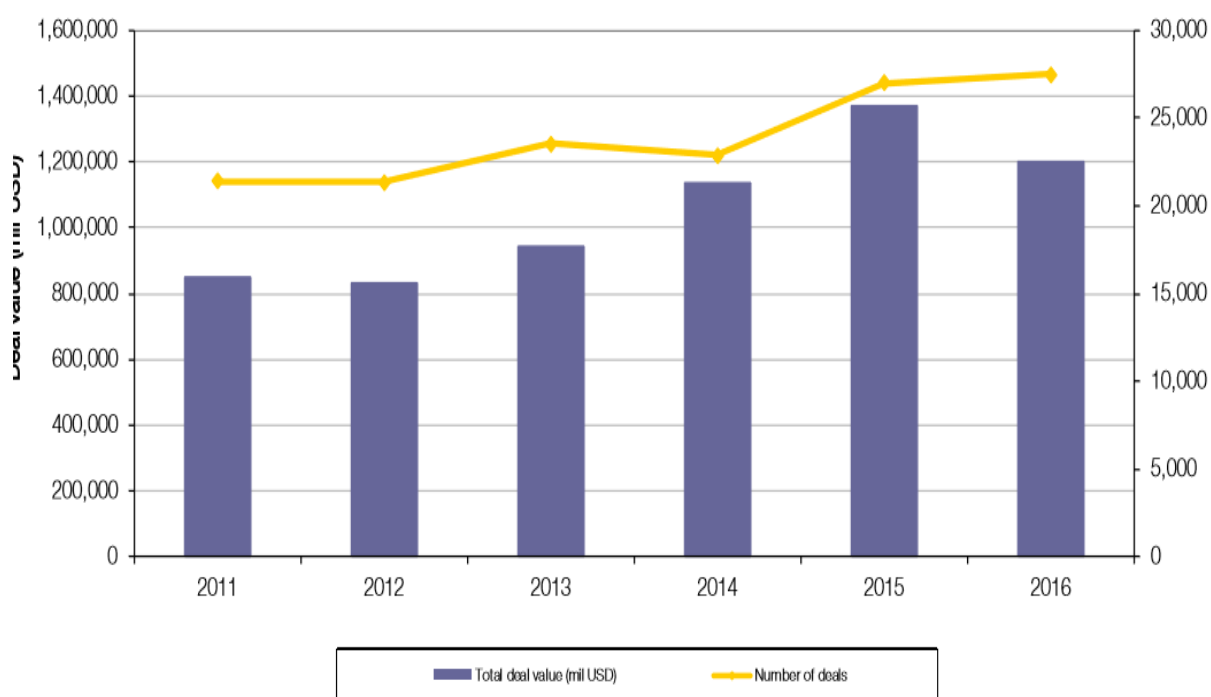
España, aunque con retraso respecto a otros países, se encaminó en los años 80 a adaptar esta nueva estrategia empresarial a nuestro tejido económico. Esta época estuvo marcada empresarialmente en nuestro país por dos fenómenos que han afectado totalmente decisivos, la reestructuración empresarial y la globalización de los mercados. De hecho, un factor de internacionalización de las empresas que cambió el paradigma para la forma de realizar negocios de nuestro país y que no podemos pasar por alto es la creación de bloques económicos conjuntos como la Unión Europea.

Desde entonces, en el año 1989 mediante la entrada en vigor de la Ley del Mercado de Valores y la puesta en funcionamiento del Mercado Continuo, España ha realizado un importante esfuerzo por adaptarse a las finanzas globales y se han lanzado alrededor de 400 OPAS, operaciones que en su conjunto suman la nada inestimable cantidad de 235.000 millones de euros, y, en muchos casos, han cambiado sectores enteros. Entre algunas de estas operaciones están algunas que marcaron épocas, como por ejemplo (Tabacalera, Hidrocantábrico y Sogecable), otras que provocaron un terremoto en las entidades financieras, como (Endesa - Gas Natural), opas causante de cambios legislativos (Iberdrola), opas que cambiaron el mercado inmobiliario (Sotogrande, Eurobuilding, Metrovacesa, Colonial), el mercado alimentario (Telepizza, Koipe y San Miguel), el energético (Fersa, Gas Madrid, Sevillana) o incluso opas de un calibre demasiado grande, que hoy en día estaría bajo unas condiciones de seguridad muy respectivas (Banco Pastor).

Desde luego, quedó más que patente desde la implantación legislativa de la Ley del Mercado de Valores, que España y sus empresas iban por delante del ritmo de la regulación. De hecho, en el año 1990 tuvieron lugar 19 opas, y en el año siguiente 31, muchas de ellas por parte de empresas extranjeras sobre sus propias filiales.

No es menos cierto, a su vez, que las operaciones de adquisición empresarial suponen un estupendo termómetro de la situación económico - financiera del país y del nivel de confianza que las compañías tienen en la política y las expectativas de futuro que les ofrecen. Así, durante la reciente crisis económica que sufrió España desde el año 2008 se produjo una reducción drástica en este tipo de operaciones, registrando una media de 2 por año, muy lejos de su nivel habitual.

La creciente tendencia de las fusiones y adquisiciones en España y en Europa se ha mantenido a lo largo del tiempo a partir de aquel momento de recesión. Una prueba de ello podemos encontrarla en el siguiente gráfico:



Fuente: M&A Report. Bureau Van Dijk

Podemos observar, como tanto el número de acuerdos de fusiones y adquisiciones llevados a cabo en Europa, como el valor de estos, ha seguido una trayectoria ascendente y continua en los últimos años, superando en 2015, la histórica cifra de más de 25.000 acuerdos realizados en un año.

En este contexto europeo, el peso de España se puede analizar a través de dos prismas distintos, el primero, observando cual ha sido la aportación a este crecimiento europeo de las fusiones y adquisiciones en base al número de acuerdo llevados a cabo en España, y el segundo, poniendo en perspectiva este número de acuerdos observando cual ha sido el valor final de estos, y comparándolo con los principales países europeos.



Target country by volume - Western Europe deals

Target country	2014	2015	2016
UK	6,624	7,564	6,718
Germany	2,063	3,263	4,156
Spain	2,804	3,232	3,197
France	2,243	3,044	3,176
Netherlands	1,505	2,019	2,150
Sweden	1,390	1,554	1,937
Italy	1,408	1,379	1,766
Switzerland	525	941	1,269
Finland	1,100	1,052	609
Belgium	512	570	536
Norway	622	430	387
Denmark	540	363	312
Austria	215	239	287
Luxembourg	144	223	259
Turkey	553	439	257
Ireland	294	331	242
Portugal	260	258	158
Cyprus	88	88	66
Greece	55	62	51
Malta	30	27	23

Target country by value - Western Europe deals

Target country	2014 (mil USD)	2015 (mil USD)	2016 (mil USD)
UK	264,853	423,301	419,990
Netherlands	91,194	170,985	143,233
France	117,093	143,903	137,006
Germany	123,821	111,892	105,969
Switzerland	70,785	57,642	103,675
Spain	90,889	91,432	82,104
Italy	100,791	131,829	77,060
Sweden	31,931	31,528	44,241
Luxembourg	21,531	82,358	30,380
Finland	18,710	9,118	15,222
Norway	33,409	11,066	14,567
Austria	16,304	4,071	13,870
Belgium	17,719	28,599	11,699
Ireland	62,797	32,932	10,482
Portugal	29,604	11,124	10,365
Denmark	19,723	14,357	9,388
Greece	13,551	13,217	4,722
Turkey	13,265	20,792	4,575
Cyprus	4,678	2,134	2,805
Malta	1,085	1,160	1,800

Fuente: M&A Report. Bureau Van Dijk

Como podemos observar en la tabla presentada, España juega un papel definitivamente relevante en cuanto al número de acuerdos de fusiones y adquisiciones alcanzados en un año, convirtiéndose en los últimos años en el tercer país más activo en Europa, llegando a alcanzar cifras de 3.197 acuerdos firmados, o lo que es lo mismo, un 11,6% de todos los acuerdos firmados en Europa, lo cual refleja, sin duda, un mercado maduro en lo relativo a este tipo de operaciones. Sin embargo, observando la tabla contigua, referente al valor total de estos acuerdos, vemos como España aparece relegada al quinto puesto, siendo superada por países como Holanda, Francia o Suiza, que cuentan con un número menor de acuerdos y representando únicamente un 6,6% del valor de todos los acuerdos firmados en Europa en el año señalado. Por ello, podemos concluir, que si bien España, hasta el año 2016, siguió una trayectoria muy positiva en lo que a número absoluto de acuerdos de fusiones y adquisiciones firmados se refiere, predominan hasta el momento las operaciones pequeñas y de menor calado.

Sin embargo, ha sido en el año 2018 cuando definitivamente las OPAS han aterrizado con fuerza en nuestro país. A lo largo del mismo, se ha completado la operación lanzada por Atlantia y ACS sobre Abertis, suponiendo un 16,5% de total invertido.

En la actualidad, las operaciones de fusiones y adquisiciones están cada vez más relacionadas con el crecimiento internacional, la mejora del posicionamiento estratégico de las compañías, y la diversificación de su plan de negocio. Así, el número de operaciones en España creció casi un 7%, y el volumen de inversión lo hizo en 40% en relación al año anterior, según datos de Thomson Reuters. Además, sólo la inversión extranjera, creció un 74% en relación al año 2017, situándose por encima de los 60.000 millones de euros.

En comparación con Europa, allí la inversión creció prácticamente un 34% con respecto al año 2017, suponiendo el mayor incremento de los últimos 11 años, lo que

deja claro que, relativamente la evolución de estas operaciones en España aumenta de forma más acelerada que la del resto de Europa.

En cuanto a las perspectivas sobre la evolución del mercado de fusiones y adquisiciones para los próximos años, una encuesta realizada conjuntamente por KPMG, en colaboración con la CEOE a un total de más de 1000 directivos españoles encuestados, afirma que, los factores como el entorno de bajos tipos de interés, la elevada liquidez disponible actualmente por parte de los fondos de private equity nacionales e internacionales, las estrategias de expansión de la banca, y los fondos de deuda por seguir financiando operaciones de empresas, impulsarán las fusiones y adquisiciones en España a lo largo de 2019 y 2020.

El informe asegura que el 60% de las operaciones previstas para el resto del año 2019 serán, y por lo tanto, han sido, adquisiciones. De forma similar, se prevee en dicho análisis un aumento del peso de las joint-ventures como vía para acceder a nuevos mercados o clientes, lo que demuestra que, sin duda, la modernización financiera seguirá estando asegurada para los próximos años.

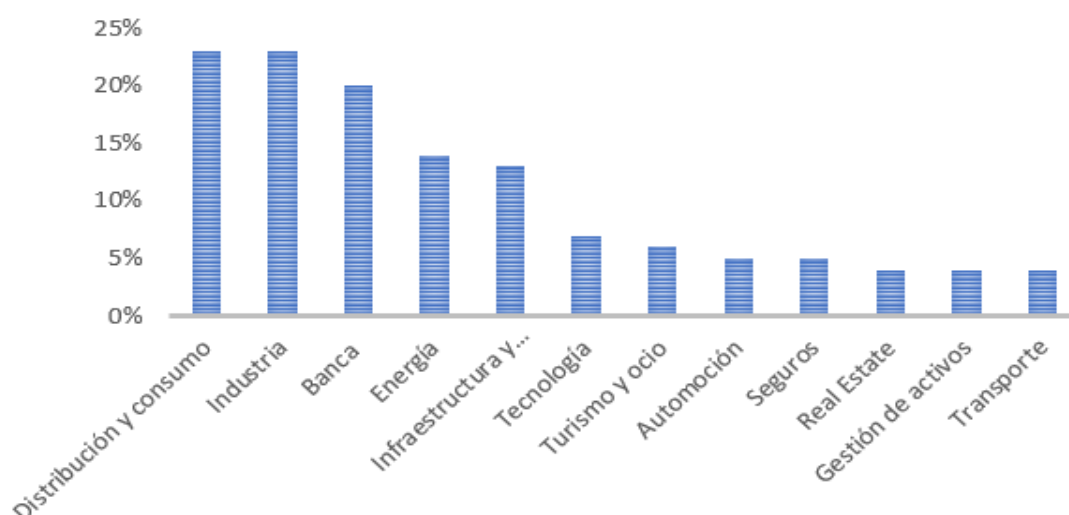
Además, el estudio, a través de los datos encuestados, establece una serie de prioridades o principales razones, sobre las cuales en las empresas se implanta la idea de necesidad de abordar una adquisición. Con respecto a estas razones, y dado el entorno actual, los directivos establecen para 2018, el siguiente orden de prioridades.



*Fuente: Elaboración propia a través de datos de Informe KPMG y CEOE*

A su vez, con respecto a los sectores más atractivos para estas operaciones, los directivos encuestados afirman que darán prioridad estratégica al crecimiento inorgánico, esto es, infraestructuras y construcción, servicios a empresas, banca, consumo y distribución, y en último lugar, seguros, industria y healthcare. Ello, quedará distribuido por niveles de peso, según la encuesta realizada por KPMG en los siguientes porcentajes:

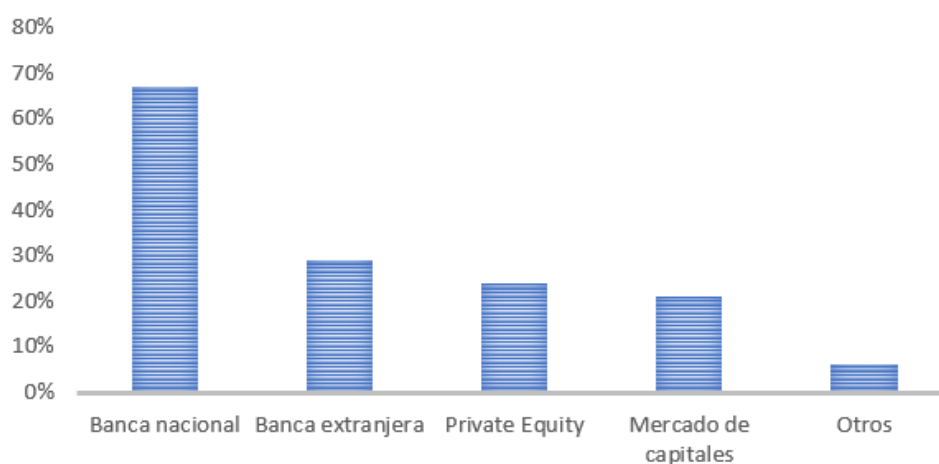
### SECTORES MÁS ACTIVOS EN M&A EN 2018



Fuente: Elaboración propia a través de Informe KPMG y CEOE

A continuación, si hablamos de la evolución para España de las fuentes de financiación, entendiendo, por tanto, la actual tendencia española hacia una desbancarización paulatina, en la que aparezcan cada vez con mayor importancia otras vías alternativas, aseguraremos, según el informe elaborado por KPMG, que la banca tradicional seguirá constituyendo para la mayoría de las empresas encuestadas la principal fuente de financiación. Así, acudirán a ella 6 de cada 10 directivos, especialmente a la banca española, y esto ocurre porque, según el estudio, un 68% de los encuestados afirma, que percibe que las entidades financieras se encuentran dispuestas a financiar estas operaciones.

### PRINCIPALES FUENTES DE FINANCIACIÓN PARA LA ACTIVIDAD DE M&A



Fuente: elaboración propia a través de datos de Informe KPMG y CEOE

Viendo los datos, así como la tendencia general, observamos como las fuentes de financiación alternativa tienen su porcentaje de peso sobre el total, sin embargo, los datos clarifican que en el mercado financiero español, la tradición de la banca, aunque se vaya modernizando, sigue estando muy implantada en la sociedad.

Estos últimos datos, sobre las razones por parte de los directivos de tomar parte en una adquisición, sobre los sectores más activos para llevarlas a cabo, y sobre las principales fuentes para financiar estas operaciones, son exactamente equiparables a las que existen en Europa, siendo España, en este caso, un ejemplo de país, que mediante un modelo común al resto de los países europeos, se sitúa actualmente a la vanguardia y con perspectivas de crecimiento para los próximos años.

Esto tiene sentido, pues como pone de manifiesto el informe European M&A Study, elaborado por CMS Albiñana y Suarez de Lezo, los factores que más contribuyeron a la buena salud de la evolución de las adquisiciones en Europa han sido, la estabilidad de la Eurozona, con incrementos en el Producto Interior Bruto (PIB) de los diferentes países, y la recuperación de la creación de empleo, así como factores políticos como el descenso de los nacionalismos en países como Holanda, Francia y Alemania.

Vemos pues, como es lógico, que son factores que afectan de igual manera a España, al tiempo que la creación de empleo e incremento del PIB citado, han sido más acelerados en España que en el resto de países europeos.

El mismo informe, asegura que los sectores que, a nivel europeo, fueron más atractivos para ser objeto de operaciones de adquisición fueron los referentes a bienes industriales, y de consumo. Con lo cual, se demuestra la equiparación en lo que respecta a la atracción de sectores europeos y españoles.

## **2.7 CONCLUSIONES**

En este trabajo se ha tratado de hacer un análisis de los primeros pasos a realizar para establecer un negocio, tanto los procedimientos a llevar a cabo con las autoridades requeridas, como la carga fiscal y los obstáculos que por el camino se encuentran. Así mismo, hemos querido otorgar una gran importancia a un área que consideramos fundamental en el devenir de una compañía, y que además goza de muy buena salud en la actualidad y perspectivas exponencialmente crecientes en el futuro, gracias a la globalización y a las nuevas tecnologías, que hace que no podamos dejar de considerarlas. Nos referimos a las finanzas.

En nuestro camino por ellas, hemos tratado de analizar los posibles escenarios financieros que pueden darse lugar en la actividades de una sociedad.

Hemos querido hablar de las salidas a Bolsa por parte de las empresas, ya que paulatinamente está convirtiéndose en una de las principales fuentes de financiación a nivel global, siendo el principal exponente de las finanzas alternativas a la banca tradicional. Analizamos, pues, sus requisitos de acceso, sus costes y sus ventajas, todo ello circunscrito a al territorio nacional, y por ello, bajo la tutela de la Comisión Nacional del Mercado de Valores como principal organismo responsable.

Consideramos de igual forma importante, analizar el comportamiento de las ofertas públicas de venta (OPV) y las ofertas públicas de suscripción (OPS), como los dos procedimientos alternativos a través de los cuales ejercer la salida a Bolsa.

Por otro lado, hemos abordado el tema de las fusiones y adquisiciones, destacando su importancia y su crecimiento sobresaliente en los últimos años tanto a nivel global como en España. A su vez, hemos desarrollado sus motivos de ejecución, y su procedimiento, debido a ser estrategias muy complejas y de una implicación total para las empresas participantes, y para las cuales ha surgido en los últimos tiempos, la necesidad de formar especialistas únicamente para este cometido. Finalmente, hemos tratado una situación a la que, lamentablemente muchas empresas deben enfrentarse cuando el negocio no resulta rentable, y que muchas veces, pese a tener que realizar sacrificios, es la única manera de devolver la solvencia a una sociedad, nos referimos al concurso de acreedores.

Por último, y como bloque de análisis más riguroso, hemos tratado de analizar los estudios y evidencias empíricas de las operaciones públicas de adquisición (OPAS) en España, acudiendo al planteamiento de las hipótesis estudiadas por los especialistas y a la metodología econométrica utilizada para comprobar qué factores clave del ámbito empresarial, eran los explicativos para que las OPA tuviesen un efecto negativo en el empleo. Así, en una primera investigación por los trabajos realizados por expertos en la materia, hemos obtenido los principales aspectos empresariales, que suponen una consecuencia directa en el grado de vulnerabilidad de una empresa en caso de tener que someterse a una OPA.

De esta forma, hemos podido constatar, que unos elevados costes laborales unitarios en relación a los ingresos brutos de explotación, una actividad muy similar entre diversas empresas, una deficiente rentabilidad, tanto económica como financiera en relación al resto del sector, o un recambio en la cúpula directiva de la compañía, son los factores principales a la hora de generar estas debilidades, o estas fortalezas, cuando hablamos de una empresa que se enfrenta a una adquisición.

Una vez realizada la investigación de estudios y análisis empíricos, hemos realizado una propuesta propia delimitada al ámbito aragonés. La idea principal de nuestra propuesta ha sido evaluar, a través de las principales empresas que actúan en nuestra región, el posible efecto que podría tener en el empleo de Aragón, que estas compañías fueran objeto de OPA. Para ello, ha sido necesario establecer una traslación entre los factores claves investigados por los especialistas, haciendo un paralelismo con las sociedades analizadas en nuestra muestra, con objeto de ver, observando sus cuentas y principales ratios, si estas compañías estarían, o no, en una situación de vulnerabilidad o de cierta solvencia para responder a una adquisición inminente.

Los resultados de nuestra propuesta han sido similares los investigados, debido a que nuestras empresas responderían directamente antes estos factores clave, siendo además una muestra en la que existe un notable parecido en lo referente a actividades de negocio, y con un peso importante de la industria del consumo, catalogada como una de las preferidas para ser objeto de OPA.

Como no puede ser de otra manera, cada empresa reaccionará de forma distinta ante una adquisición, pero se ha podido demostrar que, en general, los ratios de rentabilidad financiera y los costes unitarios laborales, así como la concentración en las actividades empresariales, no representan una situación de debilidad para preocupante para el empleo aragonés.

Como último apartado del trabajo, hemos realizado un análisis sobre la evolución de las operaciones de fusión y adquisición en España, y su importancia en el contexto global. Aquí, hemos manifestado, que si bien España fue un país en el cual estas estrategias financieras se adaptaron de forma tardía, actualmente es uno de los territorios en los que la evolución ha sido más notable, siendo uno de los principales exponentes europeos, tanto a nivel de volumen negociado, como especialmente, en cuanto a número de acuerdos firmados.

Para finalizar, hemos analizado la opinión de diversos directivos, plasmada en encuestas realizadas por la patronal y empresas especializadas en consultoría, en las cuales los encuestados manifiestan sus principales motivos por los cuales realizar fusiones y adquisiciones, los sectores, a su juicio, más atractivos actualmente, las fuentes de financiación preferidas por ellos, y las perspectivas de estas operaciones para el futuro a corto plazo.

## 2.8 BIBLIOGRAFÍA

Aguilar, I.P. y Fradejas, N.A. (2007). "Influencia de las ofertas públicas de adquisición sobre el empleo de las empresas adquiridas: un análisis empírico". *Investigaciones Economicas*, 31(1), pp. 5-42.

Alcalde Fradejas, N. y Espitia Escuer, M.A. (2002) *Análisis ex post de la influencia de las OPAS en el performance de las empresas adquiridas*. Fundación Santander Central Hispano, BSCH.

ALLENDE SALAZAR, P. LA FINANCIACION NO BANCARIA SE ESTANCA EN ESPAÑA MIENTRAS SE DISPARA EN EUROPA (2016). Disponible en: <https://www.elperiodico.com/es/economia/20160823/la-financiacion-no-bancaria-se-estanca-en-espana-mientras-se-dispara-en-europa-5321572>  
(Consultado en junio de 2019)

ANSELIN AVILA, E. LAS OFERTAS PUBLICAS DE ADQUISICIÓN. 5 CASOS EN ESPAÑA. Disponible en: <https://www.gestiopolis.com/ofertas-publicas-de-adquisicion-opas-5-casos-en-espana/> (Consultado en mayo de 2019)

Bolsa y Mercados Españoles. Listado de OPA's (2009-2019). Estudios y publicaciones estadísticas. Disponible en: <http://www.bolsasymercados.es/esp/Estudios-Publicaciones/Estadisticas> (Consultado en abril de 2019)

COMO FUNCIONA UNA OPA Y COMO PUEDE AFECTAR AL INVERSOR (2015). Educación financiera banca responsable. Disponible en: <https://www.bbva.com> (Consultado en mayo 2019)

CONOCE QUE TIPO DE EMPRESA TE CONVIENE CONSTITUIR SI VAS A EMPRENDER. Disponible en: <http://gestron.es/tipos-de-empresa-constituir/> (Consultado en abril de 2019)

DEDUCCION POR ALQUILER DE LA VIVIENDA HABITUAL. Disponible en: [https://www.agenciatributaria.es/AEAT.internet/Ayuda/16Presentacion/100/9\\_3.shtml](https://www.agenciatributaria.es/AEAT.internet/Ayuda/16Presentacion/100/9_3.shtml) (Consultado en junio de 2019)

EL CONCURSO DE ACREEDORES. Disponible en: <https://ruaabogados.es/concurso-acreedores> (Consultado en abril de 2019)

EL CONCURSO DE ACREEDORES. Disponible en: <https://futurfinances.com/herramientas-y-servicios/el-concurso-de-acreedores/> (Consultado en mayo de 2019)

EL CONCURSO DE ACREEDORES. Disponible en: <https://www.fiscal-impuestos.com/concurso-acreedores.html> (Consultado en abril de 2019)

*FUSION DE EMPRESAS. Descargado en:*  
<https://guiasjuridicas.wolterskluwer.es/Content/> (Consultado en mayo de 2019)

*GARCIA FERNANDEZ, P. LAS MAYORES OPAS DE LOS ULTIMOS AÑOS EN LA BOLSA ESPAÑOLA (2017). Disponible en:*  
<https://www.estrategiasdeinversion.com/actualidad/noticias/empresas/las-mayores-opas-de-los-ultimos-diez-anos-en-la-n-383735>  
(Consultado en mayo de 2019)

*GAVIRIA, E. MODIFICACIONES ESTRUCTURALES. LA FUSION. LA ECUACION DE CANJE. Disponible en:*  
<https://www.legorburoconsultores.es/modificaciones-estructurales-la-fusion-v-la-relacion-de-canje.html> (Consultado en abril de 2019)

*HERNANDEZ JIMENEZ, G. LA ECUACION DE CANJE EN LA FUSION DE EMPRESAS. COMO APROVECHAR SUS INEFICIENCIAS. Descargado en:*  
[https://www.invertiren bolsa.info/articulo\\_ecuacion\\_canje\\_fusiones\\_empresas\\_como\\_aprovechar\\_ineficiencias.htm](https://www.invertiren bolsa.info/articulo_ecuacion_canje_fusiones_empresas_como_aprovechar_ineficiencias.htm) (Consultado en junio de 2019)

*Instituto Nacional de Estadística. Estadística del procedimiento concursal. (Trimestre 1/2019). Disponible en:*  
[https://www.ine.es/dyngs/INEbase/es/operacion.htm?c=Estadistica\\_C&cid=1254736177018&menu=ultiDatos&idp=1254735576550](https://www.ine.es/dyngs/INEbase/es/operacion.htm?c=Estadistica_C&cid=1254736177018&menu=ultiDatos&idp=1254735576550)  
(Consultado en junio de 2019)

*Imaa Institute. M&A Statistics. Disponible en:*  
<https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/>  
(Consultado en junio de 2019)

*JAVIER SANCHEZ, L. LOS CONCURSOS DECRECEN EN LOS DOS ULTIMOS AÑOS (2019): Disponible en:*  
<https://confilegal.com/20190211-los-concursos-decrecen-en-los-dos-ultimos-anos-coincidiendo-con-la-mejora-de-la-economia-espanola/>  
(Consultado en junio de 2019)



*LA ELEVADA LIQUIDEZ Y EL ENTORNO DE TIPOS BAJOS SEGUIRAN IMPULSANDO LAS ADQUISICIONES EN 2019. Basado en Informe de Perspectivas de M&A en España en 2019. Disponible en:*

*<https://home.kpmg/es/es/home/tendencias/2019/04/elevada-liquidez-entorno-tipos-bajos-impulsar-adquisiciones-2019.html>*

*(Consultado en junio de 2019)*

*LA EVOLUCION DE LA FINANCIACION ALTERNATIVA EN ESPAÑA (2019).*

*Disponible en:*

*<https://es.october.eu/la-evolucion-de-la-financiacion-alternativa-en-espana/>*

*(Consultado en mayo de 2019)*

*LA FASE DE LIQUIDACION DEL CONCURSO DE ACREEDORES (2017).*

*Descargado en: <https://alvarezramosabogados.com/la-fase-liquidacion-concurso-acreedores/amp/>*

*(Consultado en abril de 2019)*

*LAS OFERTAS PUBLICAS DE ADQUISICIÓN EN ESPAÑA (1991-2002).*

*Disponible en: <http://www.bolsasymercados.es/esp/publicacion/revista/2004/02/p72-80.pdf> (Consultado en junio de 2019)*

*LA RECUPERACION DEL IVA EN LOS CONCURSOS DE ACREEDORES (2012).*

*Disponible en: <https://www.pymesyautonomos.com/fiscalidad-y-contabilidad/la-recuperacion-del-iva-en-los-concursos-de-acreedores>*

*(Consultado en abril de 2019)*

*PATÍÑO M. QUIEN HA GANADO Y PERDIDO CON LAS OPAS EN ESPAÑA (2017)*

*Disponible en:*

*<http://www.expansion.com/empresas/2017/05/27/5929805c268e3eec058b469c.html>*

*(Consultado en mayo de 2019)*

*PEIRO UCHA, A. FUSIONES Y ADQUISICIONES DE EMPRESAS (M&A) Disponible en:*

*<https://economipedia.com/definiciones/fusiones-y-adquisiciones-de-empresas-ma.html> (Consultado en mayo de 2019)*

PSA COMPRA OPEL A G.M POR 2.200 MILLONES DE EUROS (2017). Disponible en: [https://www.elconfidencial.com/empresas/2017-03-06/psa-opel-gm-compra-2-200millones\\_1342875/](https://www.elconfidencial.com/empresas/2017-03-06/psa-opel-gm-compra-2-200millones_1342875/)  
(Consultado en junio de 2019)

RANKING DE EMPRESAS EN ZARAGOZA (2019). Disponible en: <https://ranking-empresas.eleconomista.es/empresas-ZARAGOZA.html#>  
(Consultado en junio de 2019)

Statista. Number of M&A transactions in Spain 2014-2020, by activity. Disponible en: <https://www.statista.com/statistics/797145/merger-and-acquisition-transaction-numbers-spain/>  
(Consultado en junio de 2019)

2018 CIERRA CON UN VOLUMEN DE INVERSION RECORD, ALCANZANDO LOS 97.900 MILLONES DE EUROS. (2019) Disponible en: <http://www.capitalcorporate.com/news.aspx?menuid=12&eid=9920>  
(Consultado en junio de 2019)

