



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

TRABAJO FIN DE GRADO

GRADO EN ADMINISTRACIÓN Y DIRECCIÓN DE EMPRESAS

**COMBINACIONES DE NEGOCIO EN TIEMPOS DE BONANZA
ECONÓMICA: ¿SE DISPARAN LOS SOBREPREGIOS?**

Andrea Fernández Solana

DIRECTOR

Fermín Lizarraga Dallo

Pamplona – Iruña

13 de Junio de 2014

AGRADECIMIENTOS

En primer lugar me gustaría agradecer a mi tutor, Fermín Lizarraga Dallo, toda la ayuda e interés que me ha prestado en la realización de mi trabajo de fin de grado. No sólo en cuanto a su dedicación y disposición sino también por las innumerables cosas que me ha enseñado, despertando en mí un gran interés por los temas tratados y que creo serán muy importantes para mi futuro profesional.

Agradecer el apoyo continuo y la confianza de mi familia que gracias a ellos he llegado hasta aquí no sólo como estudiante sino también como persona, y han hecho posible que hoy pueda estar escribiendo este documento.

RESUMEN

Las combinaciones de negocio han sido y son a día de hoy el centro de interés de numerosos artículos y estudios debido a su creciente importancia económica a nivel mundial, siendo el fondo de comercio en cuanto a valoración, interpretación y cambios en la normativa uno de los principales aspectos más polémicos en ellos.

Como consecuencia de la última oleada de fusiones y adquisiciones (1998-2007), coincidente con la época de bonanza económica, en el presente trabajo, desde una perspectiva española, tratamos de evidenciar la existencia de sobreprecios a través de la contabilidad y de mostrar las dificultades que nos ha generado la información contable a lo largo de este proceso.

Partiendo de una base teórica que nos permitirá conocer los aspectos característicos de dicha época, la diversidad de información contable sobre las combinaciones de negocio y determinados indicadores de los sobreprecios identificados en la literatura, realizaremos un análisis empírico en función de una muestra establecida con el fin de conseguir los objetivos comentados.

Palabras clave: fusiones y adquisiciones, sobreprecio, fondo de comercio, información contable, bonanza económica, deuda, efecto “hubris”.

ÍNDICE

1.	INTRODUCCIÓN	6
2.	INFORMACIÓN CONTABLE	11
2.1.	Cambios en la normativa contable	11
2.2.	Problemática de la información contable	15
3.	FACTORES QUE MOTIVAN LOS SOBREPREGIOS	18
3.1.	El efecto “hubris”	18
3.2.	Condiciones favorables del mercado	19
3.3.	Incentivos personales	20
4.	VARIABLES QUE EVIDENCIAN EL SOBREPREGIO	22
5.	ANÁLISIS EMPÍRICO. METODOLOGÍA Y MUESTRA	24
6.	RESULTADOS	26
6.1.	Coste de adquisición	26
6.2.	Dimensión de la operación	27
6.3.	Financiación de la operación	28
6.4.	Nivel de endeudamiento	29
6.5.	Diversificación	30
6.6.	Información contable	31
7.	CONCLUSIONES	34
	BIBLIOGRAFÍA	35
	ANEXOS	37

1. INTRODUCCIÓN

Las combinaciones de negocios, tanto las adquisiciones como las fusiones, han sido y son el centro de atención como forma más recurrente para ganar dimensión y competitividad desde hace varios años hasta nuestros días. La principal razón de este interés radica en su creciente importancia económica a nivel mundial, desde la década de los ochenta, como resultado del desarrollo tecnológico y del sector de las comunicaciones, todo ello combinado con fenómenos como la globalización y la desregulación (Lev, 2001).

Las épocas de bonanza llevan asimismo a una sobreconfianza que conduce a fuertes aumentos de la inversión y el consumo y una mayor disposición a los sobrepuestos. Este fenómeno, que resulta fácil de apreciar en el entorno de individuo consumidor que nos rodea, tiene también su reflejo en el mundo de la inversión empresarial.

En momentos posteriores de recesión, las dificultades inherentes a la coyuntura económica ven multiplicar sus efectos por las consecuencias de las anteriores conductas de sobreconfianza. Los medios de comunicación se encargan continuamente de mostrarnos los efectos devastadores sobre las familias. Junto a ellos, se repiten casos de empresas sobreconfiadas en épocas de bonanza que están sufriendo de forma especialmente dura las consecuencias de la recesión. Majórica, Martinsa Fadesa, Bankia, etc... son sólo unos pocos ejemplos de empresas de renombre en situaciones financieras muy delicadas (concurso de acreedores, rescates públicos, etc...) y sobre las que pesan historias previas de adquisiciones de empresas muy caras y en su mayoría apalancadas, que probablemente hayan condicionado su futura evolución.

En este sentido, desde este trabajo, me pregunto: ¿qué hay detrás de estas operaciones y en qué medida han contribuido más a su declive que el fracaso de su modelo de negocio?

Las ideas anteriores motivan la realización de este trabajo en el que comienzo planteándome las siguientes preguntas generales: ¿se han pagado en las combinaciones de negocios llevadas a cabo en los años de bonanza, sobrepuestos excesivos? ¿Qué consecuencias ha podido ello traer para el tejido empresarial y por tanto social?

La información contable es, como reflejo de la realidad económica empresarial, la fuente para dar respuesta a preguntas como las anteriores mencionadas. Sin embargo, las más que variadas alternativas mediante las que llevar a cabo las combinaciones de negocio dan lugar a no menos variadas formas de presentar dicha información.

Uno de los elementos tradicionalmente ligados al sobreprecio y que puede acercarnos a nuestro anterior propósito (evidenciar sobreprecios) es el conocido como *fondo de comercio*, el cual es considerado una de las partidas más conflictivas y subjetivas debido principalmente a las continuas discusiones por parte de los normalizadores contables acerca de su reconocimiento y valoración, incluyendo, a día de hoy, cierta flexibilidad en los mismos.

Desde un punto de vista puramente económico, el fondo de comercio no debería reflejar sobreprecios ya que se trata de un valor no asignable a elementos individuales sino a la empresa en su conjunto y a las posibles sinergias derivadas de la combinación. Ciertamente es, sin embargo, que el fondo de comercio que reflejamos en la contabilidad no queda lejos de dicha posibilidad.

Es por ello que el fondo de comercio será un elemento clave para el cometido de este trabajo, que se presenta con un objetivo doble:

- Evidenciar la existencia de sobreprecios a través de la contabilidad.
- Mostrar las dificultades que genera la información contable a lo largo de este proceso.

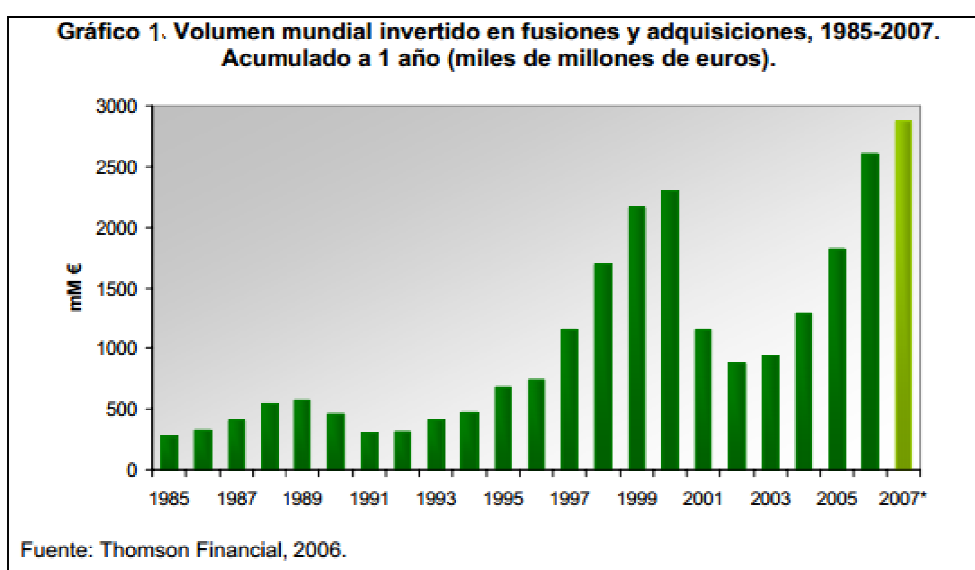
En referencia al segundo de los objetivos que se plantean, ante la ausencia de un banco de datos organizado y fiable, y la imposibilidad de acceder a un mercado de transacciones, nos planteamos con qué grado de dificultad la información contable ha sido reflejo de dichos procesos y permite su transparencia y organización para la posible confección de aquellas variables necesarias y suficientes para evidenciar los sobreprecios. Ello se verá dificultado por las diferentes alternativas de transacción que tienen las empresas (fusión o adquisición), y por lo tanto, por las distintas formas de identificar cada una de ellas, en qué tipo de cuentas, individuales o consolidadas, hemos de buscar la información dependiendo del tipo de proceso (ya que en este sentido, la fuente será distinta y afectará a estados contables diferentes) y, por último, los numerosos cambios en las normativas contables que dificultan su reconocimiento, valoración e interpretación.

Con dicha información contable nos referimos en este trabajo a los datos contables que incluyen las combinaciones, es decir, cuando ya han tenido lugar, pero, ¿por qué un gerente, un directivo o la empresa en su conjunto están dispuestos a pagar un precio excesivo por la compra de una determinada entidad o parte de ella? Pues bien, si resulta complejo identificar datos de las transacciones, más aún los posibles factores que motivan los

sobrepuestos, como es el caso de los incentivos económicos y/o personales que los conllevan.

Con anterioridad al cumplimiento de nuestros objetivos, se hace necesario un recorrido a lo largo de la historia que nos permitirá identificar la última oleada de combinaciones de negocios, siendo parte de las motivaciones para realizar este trabajo.

A partir de 1997, el volumen mundial invertido en fusiones y adquisiciones comenzó a crecer rápidamente hasta alcanzar los 2,4 billones de euros en el 2000. Años después, el 2006, estuvo marcado por unas cifras récord en el ámbito de las fusiones y adquisiciones a nivel mundial, alcanzando así los 2,6 billones de euros.



El mercado español no fue ajeno a esta evolución. Gozó así de un largo período de continuo crecimiento desde 2005 hasta 2008, seguido del colapso sufrido por el mercado a partir del 2009. Según datos de Thomson Financial, el volumen invertido en fusiones y adquisiciones en España, en cuanto a las grandes empresas, superó los 190.000 millones de euros en 2006.

Tras el 2008, dicho crecimiento comenzó a descender fuertemente ligado a la recesión económica mundial principalmente, como consecuencia de no haber atendido a verdaderas expectativas económicas a la hora de realizar dichas operaciones, planteando con ello la existencia de sobrepuestos en las combinaciones como principal desencadenante de esta desfavorable evolución.

Así, desde una perspectiva Española, este trabajo trata de analizar planteamientos teóricos y evidencias previas en la literatura y responder a la pregunta de si se han pagado sobrepuestos excesivos en la última oleada de fusiones y adquisiciones, coincidente con la época de bonanza (1998-2007), a través de la búsqueda de evidencias mediante la realización de un análisis empírico posterior.

Para ello, se hace preciso describir en el tiempo alguno de los aspectos relevantes característicos de la época de bonanza que pudieran evidenciar e influir en la determinación de dichos sobrepuestos, para así comprender mejor los diferentes factores y variables contemplados en la literatura.

Estos años, fueron caracterizados por el auge económico, donde fenómenos como el proceso de la globalización, la búsqueda de sinergias positivas, la internacionalización de la economía y de los mercados de valores, la evolución de los mercados financieros, los bajos tipos de interés bancaria, el auge de las tecnologías de información y comunicación, la desregulación y privatización bancaria y la connivencia de los distintos Gobiernos y autoridades de los Bancos Centrales desencadenaron una fuerte oleada de fusiones y adquisiciones.

Cabe destacar, que el auge de la Bolsa con su consecuente sobrevaloración de acciones y con ello el notorio aprovechamiento de estas últimas como método de pago en las combinaciones de negocios, se sumó a la facilidad de endeudamiento por parte de las empresas como consecuencia de los bajos tipos de interés. Fueron éstos por tanto dos de los principales factores que ayudaron excesivamente en determinadas ocasiones a los procesos.

Además, los avances tecnológicos y el desarrollo de las comunicaciones condujeron a las empresas a una actividad frenética de adquisiciones, mientras el sector de la construcción iba generando poco a poco una burbuja inmobiliaria donde primaba la especulación.

Por último y de gran importancia, podríamos añadir que el auge del capital riesgo incrementó a su vez la posibilidad de inversión empresarial.

En definitiva, una época caracterizada por un clima optimista que propiciaba la sobreconfianza, una elevada disponibilidad de liquidez y financiación y principalmente, el afán de crecer, aunque sea a cualquier precio, desencadenaron la ineficiencia en los procesos de compra. Pero, ¿hubo estimaciones coherentes y fueron los directivos empresariales conscientes de las potenciales consecuencias de sus actos o se dejaron llevar por un enfoque de corto plazo que permitiera su crecimiento internacional y competencia

sin principios fundados que plantearan un proyecto sostenible a más largo plazo? ¿Se esconden tras ello los incentivos personales y el afán por crecer cada día más sin límites aparentes?

A continuación, trataremos de dar respuesta al conjunto de preguntas planteadas anteriormente, siendo la principal motivación en la realización de este trabajo.

A diferencia de lo comentado durante la época d bonanza, los años posteriores al 2008 han estado caracterizados por una importante recesión económica desencadenando numerosas consecuencias desfavorables, siendo probablemente este fenómeno económico lo que ha hecho descender sensiblemente la inversión en fusiones y adquisiciones.

2. INFORMACIÓN CONTABLE

Como hemos comentado anteriormente, las diferentes formas que toman las combinaciones de negocio y su consecuente traslación a la información contable, lejos de ayudar en la identificación de los datos y fomentar la existencia de fuentes concentradas donde poder encontrar, en nuestro caso, todo lo relativo a las operaciones realizadas, lo complica aún más, dado el carácter disperso y confuso con que se presenta dicha información.

En este sentido, la ausencia de una base de datos clara y eficiente, nos lleva a optar como única alternativa por la consulta de los depósitos de cuentas anuales de cada entidad o grupo de entidades. En cuanto a la información necesaria para evidenciar los posibles sobreprecios en las combinaciones, queda reflejada de muy diferente forma debido a los diferentes depósitos de cuentas (individuales y consolidadas) a analizar y a los numerosos tipos de transacciones manifestadas en las combinaciones de negocio.

Como veremos a continuación, no en todas las operaciones aflora un fondo de comercio, eliminándose así una de las principales fuentes de información de las que disponemos para evidenciar los sobreprecios.

En este sentido, se hace necesario el conocimiento de los cambios normativos, los cuales han sido muy intensos en los últimos años, y, especialmente, de sus efectos en la transparencia y claridad de la información contable o ausencia de esta.

Por lo tanto, junto con el objetivo de evidenciar la existencia de posibles sobreprecios a través de la contabilidad, resulta conveniente analizar la problemática que se nos presenta en la información contable, y alguno de los cambios en la normativa contable más importantes en este ámbito.

2.1. Problemática en la información contable dependiendo del tipo de transacción

La tabla que aparece en el ANEXO 1, trata de resumir las diferentes formas de manifestación de las combinaciones de negocios y su diferente materialización en las cuentas anuales de las empresas. En ella se ven reflejados los principales aspectos que caracterizan la problemática en la información contable a lo largo de nuestro estudio.

En primer lugar deberemos tener en cuenta el tanto de participación adquirido y la obligación o no de formular cuentas consolidadas, bien por el porcentaje adquirido o bien

por las posibles dispensas a las que pueda acogerse según la normativa de consolidación. Teniendo en cuenta estos dos factores, podremos distinguir entre:

2.1.1. Compra de acciones por un porcentaje entre el 20 y el 50%

Estamos en este caso ante un procedimiento distinto del de integración global, el método de puesta en equivalencia para valorar las inversiones en empresas asociadas. En este caso, atendiendo a la actual normativa de consolidación de cuentas, el fondo de comercio de consolidación no aflorará en balance, sino que deberá ser incluido en la partida representativa de la participación, dificultando así su obtención.

En el período establecido para nuestro análisis aún no se había procedido al más reciente cambio de la normativa de consolidación, aprobado en 2010, por lo que aún se permitía aflorar un fondo de comercio de consolidación bajo estas circunstancias, siendo necesario, por lo tanto, el conocimiento y tratamiento de la normativa de consolidación de cuentas aprobada en 2005 para el desarrollo de este trabajo.

2.1.2. Tanto de participación adquirido superior al 50%

Cuando el porcentaje adquirido es igual o superior al 50%, estamos ante la existencia de control y consolidación por integración global como método para ello. El fondo de comercio de consolidación aflorará en este caso en las cuentas consolidadas, donde podremos ver reflejado además la posibilidad de la existencia del sobreprecio.

El principal problema que se nos presenta en este tipo de operaciones es la determinación de la fecha de obtención del control por parte de la adquirente y la posibilidad de que la combinación sea por etapas. Este tipo de combinaciones son aquellas en las que la empresa adquirente adquiere el control de la entidad adquirida mediante varias transacciones independientes realizadas en fechas diferentes. En este sentido, el aumento del fondo de comercio reconocido en las cuentas consolidadas, hará referencia a la última etapa ya que si ya existía control como consecuencia de las transacciones anteriores a la analizada, el fondo de comercio ya habrá aflorado previamente. Sin embargo, en el caso de no obtener el control hasta dicha fecha, el fondo de comercio será reconocido en función del tanto de participación final, ya que como hemos descrito en el punto anterior, no habrá aflorado fondo de comercio alguno anteriormente.

2.1.3. *Fusión de empresas*

Este tipo de combinación de negocios consiste en la unión de patrimonios de dos o más empresas dando lugar a la disolución de alguna de ellas o incluso de todas, agrupándose en una única sociedad. Por lo tanto, la información relativa a la combinación figurará en las cuentas, siempre individuales, bien de la empresa adquirente o de la nueva sociedad surgida como consecuencia de la fusión, siendo nuevamente la principal dificultad la adquisición por etapas.

Teniendo en cuenta la posibilidad de las diferentes situaciones comentadas, un segundo punto de conflicto se genera por la necesidad de distinguir entre las transacciones llevadas a cabo por la matriz del grupo (compra directa), y aquellas instrumentadas a través de una filial del grupo (compra indirecta).

La principal problemática que se presenta en este sentido, es la dificultad de conseguir los datos necesarios para el análisis en el caso de ser una compra indirecta, siendo necesario acudir a las cuentas individuales de la filial que actúa como adquirente para conocer las condiciones de compra.

Si bien el proceso comentado es complejo y laborioso, más aún cuando ambas, compra directa e indirecta, se dan en la misma combinación. En este caso, los adquirentes serían tanto la empresa matriz del grupo como la filial adquirente, aflorando las condiciones de la transacción en función del tanto de participación adquirido por cada una de ellas en sus cuentas individuales, y por el conjunto en las cuentas consolidadas, dificultando así la obtención de los datos de la operación.

Por último, la búsqueda de información sobre la combinación se puede complicar por una razón adicional. ¿Qué ocurriría si además de una compra directa e indirecta la combinación fuese llevada a cabo por etapas?

Estos tres aspectos comentados nos sirven para concluir reflejando la dificultad que conlleva la búsqueda de información contable en este tipo de operaciones, incluso en los casos más sencillos comentados, ya que no existe un apartado, al menos en la memoria, en el que se describan este tipo de operaciones sin necesidad de tener que ir buscando en numerosos apartados como puedan ser el fondo de comercio, inmovilizado financiero, deudores, informe de gestión...

Por tanto, como hemos indicado, una de las señales que nos lleva a pensar en la existencia de un posible sobreprecio está en la existencia de un fondo de comercio. Sin embargo,

hemos visto que la aparición de este no siempre responde a una transacción puntual, o incluso no siempre tiene por qué producirse.

En este trabajo, vamos a prestar especial interés al fondo de comercio de consolidación, el cual aflora únicamente en las cuentas consolidadas del grupo de sociedades cuando la cantidad pagada por la adquisición de las acciones de una empresa o de parte de ella es mayor que el valor razonable de los activos netos identificables adquiridos de dicha compañía. No nos referimos, por tanto, al posible fondo de comercio que pudiera aparecer en casos de fusión.

En este sentido, los diferentes componentes del fondo de comercio pueden ser:

- El exceso de la valoración a valor razonable sobre el valor en libros de los activos netos adquiridos a fecha de adquisición.
- El reconocimiento de intangibles no identificables.
- La continuidad de la empresa, que representa la capacidad de la empresa de obtener un mayor retorno, en cuanto a rendimientos, de los activos netos adquiridos que el que se hubiera esperado de ellos por separado.
- Las sinergias positivas esperadas y otros beneficios procedentes de la combinación. En este sentido, cada combinación producirá sinergias distintas, por lo que sus valores serán también diferentes.
- Los sobreprecios que está dispuesta a pagar la entidad adquirente (foco del estudio).

La descripción de estos componentes, denota la subjetividad intrínseca a la hora de poder determinar sus respectivos valores, ya que sólo dos de los puntos señalados responden automáticamente al concepto de fondo de comercio.

Es importante recordar, que las empresas que formulen cuentas consolidadas en cuyo grupo alguna de las sociedades cotice, deberán aplicar las Normas Internacionales de Contabilidad (NIC-NIIF) desde 2005, como comentaremos a continuación.

Continuando con lo comentado anteriormente sobre la problemática de la información contable, han sido importantes los cambios en las diferentes normativas que afectan al reflejo de las distintas formas de combinación de negocio. Por ello, en el siguiente apartado tratamos de resumir los principales cambios contables que pudieran afectar a la aparición

de los sobrepuestos en estos procesos y la presente dificultad que se nos presenta a la hora de obtener los datos necesarios para el posterior análisis empírico.

2.2. Cambios en la normativa

A pesar de que los cambios contables citados a continuación entraron en vigor a partir del 2005 para las cuentas consolidadas y en el 2007 con la aprobación del nuevo Plan General Contable, conviene hacer un breve resumen sobre cómo han modificado algunas de las partidas relativas a las combinaciones y de sus posibles efectos en los sobrepuestos, ya que pudieran ser un factor determinante en la distinción de la última oleada de fusiones y adquisiciones comentada en la introducción de este trabajo.

A partir del 2005, todas las empresas de la Unión Europea que cotizasen en un mercado regulado deberían aplicar las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) en sus estados financieros consolidados. Dos años después, entraba en vigor en España el nuevo Plan General Contable (PGC 2007). En el 2010, se aprobaron las Normas para la Formulación de Cuentas Anuales Consolidadas en España, que introdujeron adicionalmente, ciertas modificaciones en el PGC, siendo de principal interés las relativas a las Normas de Registro y Valoración sobre las Combinaciones de Negocio.

Estos cambios en la normativa contable, intensos en los últimos años, han supuesto que determinadas normas referentes a las combinaciones, hayan introducido la subjetividad en las cuentas financieras a través de las estimaciones necesarias para su cálculo, siendo una de sus más polémicas consecuencias el incremento de la manipulación de los ingresos y del valor de los activos netos. Es el caso del fondo de comercio que, con el establecimiento del nuevo Plan, requiere una mayor y más frecuente atención.

2.2.1. De amortización a deterioro

Atendiendo al Plan General Contable de 1990, la partida del fondo de comercio se amortizaba de forma sistemática en el período en que contribuyera a la generación de ingresos, vida útil, con distintos límites máximos establecidos a lo largo de los años.

Con la esperanza de mejorar el reflejo de la disminución del fondo de comercio, con la entrada en vigor del actual PGC se eliminó la amortización sistemática, siendo sustituida por un test de deterioro al menos una vez al año, procediéndose, en su caso, al registro de una pérdida valorativa que no podrá ser revertida en los años posteriores, mostrando de esta manera la depreciación del fondo de comercio.

¿Son más propensos los directivos a registrar un mayor fondo de comercio sabiendo que no va a tener que ser amortizado? Esto pudo abrir paso al pago de sobrepuestos sin temor a las correcciones de pérdidas de valor, ya que dicha amortización sistemática no proveía información adicional sobre la empresa, ni influía en la toma de decisiones frente a terceros. La principal diferencia, radica en la cantidad deteriorada en ambos casos. En el caso de la amortización, siempre por la misma cuantía repartida a lo largo de los años. Sin embargo, la pérdida valorativa se deberá registrar por su totalidad el año en que tenga lugar. Es por ello, que la dirección trata ahora de mirar cuidadosamente el período en el que se imputa dicha pérdida, y sobre todo, la cautela en cuanto a los sobrepuestos que puedan dar lugar a dichas correcciones.

En cuanto al deterioro, otra modificación a tener en cuenta es el requerimiento de calcular el valor en uso para el reconocimiento de la posible pérdida. Una posibilidad para su cálculo se basa en el descuento de los flujos de caja, estando fuertemente influenciado por el tipo de descuento utilizado en su estimación.

Numerosos informes, muestran el reconocimiento de una pérdida de valor en el momento de la adquisición como una señal de sobrepuesto (Long, 2005).

2.2.2. *Unidad generadora de efectivo*

El PGC 2007, introdujo en términos generales, que el valor del fondo de comercio debía asignarse internamente, desde la fecha de adquisición, entre cada una de las unidades generadoras de efectivo (*grupo identificable más pequeño de activos que genera entradas de efectivo que son, en buena medida, independientes de los flujos de efectivo derivados de otros activos o grupo de activo*) de las que se espera que se produzcan ingresos como consecuencia de las sinergias procedentes de la combinación. Pero, ¿cómo validar las estimaciones de los flujos de efectivo que la unidad va a generar con un componente de subjetividad tan importante? ¿Cómo y cuántas UGEs deben establecerse? ¿Llevan a cabo este requisito realmente las empresas?

Aunque a primera vista no parezca trascendente, las cifras registradas como consecuencia de una pérdida de valor, variarán notablemente en función de esta asignación, ya que en este caso, al igual que el fondo de comercio del nuevo Plan, las unidades deberán someterse al test de deterioro, reduciendo en primer lugar el valor contable del fondo de comercio correspondiente a dicha unidad. Si el deterioro fuese superior, se continuaría reduciendo el valor contable del resto de activos de la UGE en proporción a su valor contable, hasta el

límite del mayor valor entre su valor razonable menos el coste de venta, su valor en uso y cero.

Por lo tanto, podríamos suponer la existencia de un mayor control sobre los sobrepuestos como consecuencia de la integración del concepto de Unidad Generadora de Efectivo.

2.2.3. Valor razonable

Como puede verse, el nuevo Plan acentúa el concepto del Valor Razonable, aplicándolo en numerosos ámbitos. Sin embargo, puesto que hemos centrado nuestro trabajo en el fondo de comercio de consolidación conviene recordar que el concepto del valor razonable ya estaba presente en la normativa de consolidación anterior a la introducida en 2005.

El cambio de la valoración de activos a coste histórico por el valor razonable permite reconocer las plusvalías potenciales incrementando el valor registrado del fondo de comercio por dichas estimaciones, siendo uno de los componentes del fondo de comercio como hemos comentado anteriormente.

Los activos identificables adquiridos y los pasivos asumidos se registrarán por tanto por su valor razonable siempre y cuando dicho valor pueda ser medido con suficiente fiabilidad.

3. FACTORES QUE MOTIVAN LOS SOBREPREGIOS

Teniendo en cuenta la relevancia que la información contable presenta en este trabajo y su problemática a la hora de identificar datos concretos, me pregunto por qué las empresas podrían estar dispuestas a pagar cantidades excesivas de dinero en estas operaciones, dando lugar a la existencia de los sobrepregios.

Algunos de los motivos por los que las fusiones y adquisiciones podrían conducir a ese sobrepregio han sido ampliamente investigados en numerosos informes. Si bien es cierto, qué más allá de conocer alguno de estos factores, se complica su análisis exhaustivo por la dificultad de establecer variables representativas de los mismos, debido a la omisión de información y carencia de estadísticas relacionadas.

3.1. El efecto “hubris”

Este fenómeno es introducido por Roll (1986) y apoyado por evidencias empíricas posteriores por Berkovitch & Narayanan (1993) y Zhang (1998). Ocurre cuando los gerentes actúan involuntariamente en detrimento de los accionistas al sobreestimar su habilidad para dirigir la operación objetivo pudiendo conducir a un exceso de pago sobre el precio de adquisición.

Roll (1986) y Hayward and Hambrick (1997) explican las operaciones de fusiones y adquisiciones bajo el efecto ‘hubris’ y relacionan la remuneración de los gerentes con las primas pagadas en las adquisiciones. Basándose en ese razonamiento, plantean la discusión sobre si cuanto más pronunciado es dicho efecto más probabilidad hay de que se dé un sobrepregio. Consecuentemente, cualquier sobrepregio conllevará un elevado fondo de comercio registrado.

En su informe “The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers”, Richard Roll aborda las subastas de adquisiciones y la supuesta eficiencia y racionalidad de los mercados, sugiriendo que la ineficiencia de los mercados proviene de la hipótesis según la cual son los propios gerentes quienes achacan a este fenómeno sus malas valoraciones de las entidades, incluso de la suya propia. Plantea la hipótesis de la “arrogancia” (*hubris*) como única explicación ante la disposición de determinados gerentes por llevar a cabo una combinación que no presenta ganancias. En cuanto a los intereses de los accionistas, sugiere que los administradores actúan en contra de los intereses de estos con la emisión de las ofertas basadas en estimaciones erróneas sobre el valor de la empresa objetivo.

3.2. Condiciones favorables del mercado

Como bien hemos comentado en la introducción, las oleadas de fusiones y adquisiciones suelen coincidir con épocas de expansión económica.

Algunos de los factores determinantes que incentivaron la compraventa o fusión de empresas son los comentados a continuación:

- Una elevada liquidez de las empresas

La bonanza económica, el auge de la Bolsa, los tipos de interés bajo y el auge del capital riesgo incrementaron notablemente las posibilidades de inversión en operaciones de combinaciones de negocios.

El auge del mercado de valores y los bajos tipos de interés, hicieron que las empresas valiesen más, facilitando su capacidad de endeudamiento y con ellos su capacidad de pago para comprar otras empresas. A su vez, ello incentivó las acciones como medio de pago en este tipo de inversiones por estar sobrevaloradas.

- La Globalización

Este proceso económico, tecnológico, cultural y social y la apertura de mercados propiciaron la competencia entre las empresas desencadenando el afán de crecimiento entre ellas a través de las fusiones y adquisiciones.

- Legislación y regulación

El libre comercio y las desregulaciones de los mercados fomentaron también este tipo de operaciones.

- Desarrollo tecnológico y de las comunicaciones

Siendo uno de los principales factores, el desarrollo de los sectores tecnológicos y de las comunicaciones fomentó la competitividad impulsando a las empresas a ser más competitivas, favoreciendo estas inversiones para sobrevivir y crecer.

Así, el crecimiento potencial de las empresas tecnológicas las dotó de un valor superior al real, traducido en una oleada de fusiones y adquisiciones cimentado en la burbuja tecnológica. Nótese, que los sectores que destacaron en aquella época en este tipo de operaciones fueron principalmente el bancario, el energético y el de las telecomunicaciones (Anexo. Tabla 2).

3.3. Incentivos personales

Cuando una empresa realiza una inversión, su gerente tiene en cuenta tanto sus beneficios personales procedentes de dicha operación como las consecuencias para el valor de mercado de la empresa (*The Journal of Finance*). Pero, cuando una inversión proporciona amplios beneficios con respecto a los intereses personales, los directivos tienden a estar dispuestos a sacrificar el valor de mercado de la empresa por dicha transacción, dando lugar a un posible sobreprecio.

Algunas inversiones son especialmente atractivas en cuanto favorecen el crecimiento a largo plazo de la entidad, ayudan a la diversificación del riesgo (diversificación industrial y geográfica), incrementan la seguridad de los propios gerentes o proporcionan a los gerentes un mayor poder.

Donaldson and Lorsch (1983) and Jensen (1993) sugieren que los directivos muchas veces tratan de entrar en nuevas líneas de negocio con el fin de asegurar la supervivencia de la empresa. Cuando el puesto de un directivo se ve amenazado debido a un pobre rendimiento o desempeño, tienen como incentivo entrar en un nuevo mercado en el cual podrían ser mejores.

Es probable que dos empresas dedicadas a la misma línea de negocio produzcan más sinergias positivas en cuanto a la adquisición se refiere, y por ello la cifra del fondo de comercio registrada sea menor.

Sin embargo, cuando se trata de adquisiciones a empresas pertenecientes a otra industria, los adquirentes tienden a pagar de más, aflorando dicho sobreprecio.

En el caso de las adquisiciones extranjeras, son más propensas a terminar en una pérdida valorativa del fondo de comercio, quizá por la baja calidad o falta de información acerca de la empresa objetivo.

Por otro lado, se han de tener en cuenta los factores económicos como la regulación de la industria y la competencia en el sector. Pudiera ser que para ganar cuota de mercado o competir en el sector, fuera necesaria la adquisición de determinadas entidades, llegándose a pagar grandes cantidades de dinero por estas, sobre todo si el número de ofertantes por una determinada entidad es elevado, incentivando así su compra.

Francis et al (1996) en sus informes académicos sugiere que los sobreprecios son causados con mayor frecuencia debido a los incentivos personales que a los factores económicos.

Por lo tanto, podríamos decir que es más bien la necesidad de crecer ante un mercado internacional y globalizado aferrándose a las oportunidades atractivas de expansión, estando dispuestos a pagar una cantidad sobrestimada.

4. VARIABLES QUE EVIDENCIAN EL SOBREPRECIO

Ante la complejidad que supone medir el efecto de los factores comentados anteriormente sobre la existencia de posibles sobrepuestos, numerosas investigaciones en la literatura sugieren varios indicadores para encontrar posibles sobrepuestos en las fusiones y adquisiciones. Sin embargo, es importante recalcar que la mayoría de estos estudios prestan más atención al posible deterioro post adquisición debido al cambio de normativa anteriormente comentado que al análisis exhaustivo de las posibles causas de esos sobrepuestos, si bien proponen este deterioro como una consecuencia del primero.

Algunos de los autores como Li et al, 2004; Churyk, 2005; Hayan & Hughes, 2006 y El-Gazzar et al, 2004 en su estudios sobre la relación entre el fondo de comercio registrado en las combinaciones y el posible sobrepuesto en estas, sugieren numerosos indicadores tales como: el porcentaje que representa el precio de compra sobre el valor en libros de la empresa adquirida o participada, el porcentaje de la prima pagada en relación con el precio anterior a la adquisición, el porcentaje del precio pagado en forma de acciones, el numero de ofertantes que compiten por la adquisición de la empresa objetivo y si la adquisición no guarda relación con el negocio principal de la adquirente (diversificación).

En sus resultados, encuentran que el fondo de comercio registrado inicialmente tiene una mayor probabilidad de terminar en una pérdida valorativa en ejercicios futuros cuando este representa una parte significativa del precio de compra, evidenciando un posible sobrepuesto en el momento inicial de la adquisición. En este sentido, obtienen similar resultado cuando la mayor parte de la operación es financiada con acciones de la empresa adquirente, argumento también soportado por Myers and Majluf (1984), quién encontró que los directivos ofrecerán pagar con sus acciones cuando crean que estas están sobrevaluadas.

En la misma línea, Churyk (2005) en su informe acerca de la consistencia entre las nuevas normativas contables y la valoración del fondo de comercio en el mercado, presenta similares resultados y añade la identificación de cuatro condiciones que, si se dan a la vez en el momento de la compra, podrían conducirnos a la existencia de un posible sobrepuesto. Estas condiciones son las siguientes: cuando el adquirente pagó una prima significativa sobre el valor de mercado de la adquirida antes de la adquisición; si la adquisición implica una subasta; cuando la cantidad reconocida como fondo de comercio es significativa comparada con el precio de adquisición; la mayoría del coste de la combinación es pagado con acciones de la adquirente.

Además, consigue establecer una variable representativa del efecto “hubris” para medir el efecto de este fenómeno en un mayor reconocimiento del fondo de comercio como consecuencia de ese sobreprecio.

Como podemos observar, numerosos autores coinciden en determinados indicadores a incluir en sus demostraciones a la hora de tratar de evidenciar estos sobreprecios.

De forma diferente, Weston and Halpern (1983) hablan acerca de la elección estratégica de una determinada adquisición como alternativa o suplemento a los esfuerzos internos por la necesidad de crecimiento, diversificación o rentabilidad. En este contexto, sugiere que la empresa adquirente podría estar dispuesta a pagar un sobreprecio excesivo para hacerse con el control de la adquirida.

Detzen (2002) IJAAT, en su estudio sobre la relación entre la remuneración de los ejecutivos y el reconocimiento del fondo de comercio, define las bonificaciones como el componente material del salario de los gerentes, planteando el incentivo que supone para estos un mayor reconocimiento del fondo de comercio. Los directores tratarán de evitar reconocer una pérdida valorativa del fondo de comercio y a su vez, registrar una mayor cifra por este, con el objetivo de incrementar las ganancias ligadas a sus bonificaciones. Para ello, establece tres variables: salario base, bonificaciones a corto plazo y determinados incentivos a largo plazo. Con ello, concluye que cuánto más importantes sean las bonificaciones en su paga, más tenderán a sobreestimar el fondo de comercio, representativo de un posible sobreprecio.

Por último, estudios recientes sobre la relación entre el posible sobreprecio en las adquisiciones y las pérdidas valorativas del fondo de comercio (Olante AAAIA, 2013), tratan de demostrar si muchas de las correcciones tras la adquisición son consecuencia del sobreprecio existente en el momento de la adquisición más que por factores relacionados con la actuación y evolución futura de la sociedad adquirida.

En este sentido se plantean indicadores relevantes para nuestro análisis como el porcentaje sobre el precio de compra pagado mediante acciones; el fondo de comercio en relación con el precio de compra; el exceso del precio de compra sobre el valor en libros de los activos netos adquiridos; el promedio de tiempo transcurrido entre la fecha de adquisición y el reconocimiento de un deterioro posterior.

En nuestro posterior análisis, podremos comprobar que ocurre con las empresas españolas en el período examinado atendiendo a los diferentes indicadores identificados en literatura.

5. ANÁLISIS EMPÍRICO. METODOLOGÍA Y MUESTRA

Con el principal objetivo de evidenciar posibles sobrepuestos a través de la identificación de las variables más significativas para ello y ante la imposibilidad de acceder a un mercado de transacciones organizado, nuestro proceso de obtención de datos comienza en la base de datos SABI. Con el fin de evidenciar la existencia de sobrepuestos entre 1998 y 2007, hemos tratado de establecer una muestra representativa de empresas a través de las cuentas anuales consolidadas de empresas. Para ello, dos de los requisitos a la hora de seleccionar las entidades relevantes para nuestro análisis han sido: empresas que cotizan en el mercado de valores y que contengan fondos de comercio de consolidación elevados con respecto al activo total, ya que como hemos comentado anteriormente, la prueba más evidente de un sobrepuesto se hace visible a través del fondo de comercio.

Conviene citar el grado de sesgo que acompaña a este análisis, ya que si bien es cierto, partimos de aquellas empresas que afloran un elevado fondo de comercio, principal requisito para la existencia de un sobrepuesto, eliminando así numerosas transacciones para establecer una muestra con la que realizar en análisis.

Una vez obtenidas las entidades, observamos que el porcentaje que representaba el fondo de comercio de consolidación sobre el activo total no significaba lo mismo para todas las entidades, ya que lo que para un determinado grupo parecía muy elevado, no presentaba el mismo significado en otros grupos. En este sentido, analizar únicamente los saldos elevados en la partida del fondo de comercio, incluso a veces en periodos no consecutivos, no aportaba la información necesaria. Al no poder establecer un determinado porcentaje para todas las transacciones como signo de atención, hemos considerado más oportuno fijar el interés en las variaciones significativas de los fondos de comercio registrados entre dos periodos consecutivos, ya que el foco de este estudio es captar el sobrepuesto en las combinaciones de negocios, no su seguimiento. Dicho de otra manera, nos centramos en la identificación de “saltos” en la cifra del fondo de comercio de un año a otro, con respecto al activo total. El incremento de la partida muestra, de este modo, mucho mejor la transacción.

Así, hemos obtenido una muestra representativa de 50 empresas con dichas características, para la que hemos identificado los datos contables correspondientes a los distintos indicadores reflejados en la literatura.

Algunos de los indicadores de especial relevancia son:

- El Coste de la operación
- La cifra del fondo de comercio de consolidación reconocido
- La forma de pago de la operación: efectivo y/o acciones
- Si la entidad adquirente se ha endeudado para llevar a cabo la compra
- Tipo de compra: directa (matriz) o indirecta (filial)
- Porcentaje adquirido en la compra
- Empresa adquirida y país o situación geográfica de dicha empresa
- Valor en libros de la entidad adquirida
- Valor razonable de los activos netos adquiridos
- Activo total del grupo de sociedades adquirente
- Patrimonio neto del Grupo
- Tipo de transacción: adquisición, fusión, por etapas...

Una vez establecidas las variables, la información financiera relevante para nuestro análisis ha sido recogida de las cuentas anuales consolidadas de las empresas incluidas en la muestra (*Comisión Nacional del Mercado de Valores*) en el año en el que se produjo la adquisición relevante para nuestro trabajo, es decir, el año en que puede apreciarse una variación significativa de la cifra del fondo de comercio.

Es en este punto del trabajo, donde realmente nos damos cuenta de la importancia que conlleva la claridad, transparencia y organización de la información contable.

En cuanto a los factores que motivan los sobrepuestos, se hace preciso comentar la complejidad a la hora de obtener determinados datos, como es el caso del porcentaje del precio pagado en acciones, la composición del salario de los gerentes en cuanto a las bonificaciones..., lo cual limita nuestro análisis y en parte, nuestra hipótesis inicial, donde las condiciones del período analizado y del mercado favorables motivaron a los directivos a realizar combinaciones de negocios, muchas de ellas a cualquier precio, como algo personal (efecto “hubris”). Es quizá, una de las desventajas de un análisis cuantitativo como este, en el que no pueden ser analizadas exhaustivamente factores como estos, siendo de real importancia en estas operaciones. Nos limitamos por tanto, dada la dimensión del trabajo, al análisis de las variables que pudieran evidenciar el sobrepuesto, no a las variables relativas a sus causas.

6. RESULTADOS

Tras la obtención de los resultados, algunos de los puntos clave para tratar de evidenciar la existencia de sobrepuestos en las combinaciones de negocios son la dimensión de la operación, la composición del coste de adquisición, especialmente el porcentaje que representa el fondo de comercio de consolidación sobre este, y las causas de dicho fondo de comercio, cómo se ha financiado la operación y la posibilidad de endeudamiento para ello, y por último, el posible efecto de la diversificación geográfica.

6.1. Coste de adquisición

Conviene recordar que el coste pagado por un determinado tanto de participación se compone de la suma de dos ingredientes: los activos netos adquiridos valorados al valor razonable, en el momento de la adquisición, en función del tanto de participación más el valor razonable de las posibles sinergias o cualquier contraprestación contingente que dependa de eventos futuros incluidas en el fondo de comercio de consolidación. En este sentido, el fondo de comercio de consolidación reflejará el sobrepuesto pagado por la entidad adquirente en relación a este valor razonable de los activos netos adquiridos, incluyendo no sólo el reconocimiento de posibles intangibles no reflejados en libros, sino también el efecto de los factores comentados que motivan los sobrepuestos.

Como se ha comentado anteriormente, la normativa contable tanto española como internacional ha sido muy cambiante en los últimos años, siendo la postura finalmente adoptada por NIIF la no amortización del fondo de comercio, debiéndose someter en su lugar a una corrección valorativa, a través de un test de deterioro, al menos anualmente. Dado que el periodo analizado comprende los años anteriores a estas políticas de amortización, es importante tener en cuenta que el fondo de comercio se amortizaba en plazo cortos de 5 años, amortizándose años después hasta en un período de 20 años, contemplado así por el IASB hasta el 2005.

Veamos entonces, en términos generales, la composición del coste de adquisición pagado por las distintas entidades atendiendo a los resultados obtenidos a partir de la muestra:

%	V.LIBROS/COSTE ADQ.	V.R./COSTE ADQ.	FC/COSTE ADQ.
MEDIA	17%	35%	58,70%

n° entidades	FC/COSTE ADQ.
>50%	40
>75%	17

Como podemos observar, de una muestra de 50 entidades, 40 han reconocido un fondo de comercio de consolidación con respecto al coste de adquisición superior al 50%, y 17 de las cuales superior al 75%, evidenciando un posible sobreprecio en la operación, ya que sólo el porcentaje restante se corresponde con el valor razonable de los activos netos adquiridos. Es por tanto una muestra clara de los excesivos sobreprecios que se pagaron en el periodo analizado.

Es aquí donde entran en juego los factores que motivan los sobreprecios. ¿Realmente el fondo de comercio reconocido se debe a la estimación de las sinergias positivas como consecuencia de la combinación o es mero sobreprecio provocado por el efecto “hubris” o incentivos personales? Esta respuesta se hace muy compleja al no ser posible establecer variables o indicadores para la determinación de la influencia de estos factores. Por ello, deberemos continuar analizando los resultados obtenidos para tratar de evidenciar ese posible sobreprecio.

6.2. Dimensión de la operación

Continuando con la importancia del coste de adquisición, hemos considerado conveniente calcular el porcentaje que representa el coste de una determinada operación con respecto al activo total del grupo.

n° entidades	COSTE ADQ./ACTIVO TOTAL GRUPO
>10%	37
>20%	16
>30%	5

Podemos apreciar la importancia significativa que adquiere el coste de tan sólo una operación en concreto sobre el activo total del grupo en su conjunto, llegando incluso a representar más de un 30%. En este sentido, me pregunto si dicha importancia atiende realmente a los activos netos adquiridos y a los beneficios futuros estimados como consecuencia de la combinación o se ve incrementada por la existencia de sobreprecios.

6.3. Financiación de la operación

Numerosos estudios tratan las operaciones llevadas a cabo mediante el pago de acciones como posible reflejo de los sobreprecios y no tanto sobre el pago en efectivo. Este interés radica en el aprovechamiento de una sobrevaloración artificial de estas a la hora de hacer frente al pago de la operación. Sin embargo, este tipo de financiación de la inversión es característico en las fusiones, siendo de obligado cumplimiento el establecimiento de un tipo de canje en cuanto a su financiación. En este sentido, pocas son las fusiones contenidas en nuestra muestra, ya que como hemos comentado anteriormente, el fondo de comercio correspondiente a este tipo de operaciones se ve reflejado en las cuentas individuales, por lo que nos hemos centrado en las adquisiciones con el objetivo de identificar el fondo de comercio de consolidación presente en las cuentas anuales del grupo en su conjunto. Es por ello que el porcentaje obtenido en cuanto a la operaciones financiadas con acciones (18%) es bastante bajo, no significando por ello una menor existencia de posibles sobreprecios en las operaciones financiadas mediante acciones.

FINANCIACIÓN INVER- SIÓN	nº entidades
Efectivo	26
Acciones	9
Efectivo y Acciones	15

El resto de operaciones contenidas en la muestra, se financian en su mayoría a través de efectivo. Pero, ¿es financiación propia o la empresa ha necesitado endeudarse para ser capaz de hacer frente al pago de la operación?

6.4. Nivel de endeudamiento

A pesar del menor interés mostrado en la literatura acerca de las operaciones financiadas mediante efectivo y la posibilidad de endeudamiento por parte del grupo para ello, hemos establecido el sobreendeudamiento como variable aproximada en la evidencia de un posible sobreprecio, ya que lo consideramos como un doble error tanto a la hora de llevar a cabo la operación como en la evolución posterior de la estructura financiera del grupo. Consecuentemente, los efectos se magnifican.

Para ello, hemos calculado el ratio de endeudamiento del grupo, es decir, qué cantidad representa la deuda total del grupo frente a su patrimonio neto. Dicho ratio se ha calculado tanto para el año precedente a la adquisición como para el año en que tiene lugar, para así poder determinar su posible variación. Un incremento significativo de dicho ratio indicará que la empresa se ha endeudado considerablemente para llevar a cabo la operación, lo que se interpreta como una necesidad de financiación ajena para hacer frente al pago de la operación en lugar de ser financiada con patrimonio neto. ¿Se debe por tanto esta necesidad a un excesivo sobreprecio acordado en la operación?

n° entidades	DEUDA TOTAL/PN (año n-1)	DEUDA TOTAL/PN (año n)
>2	17	19
>3	7	13
>4	2	7

Se puede ver claramente el endeudamiento, a nivel general de las entidades, para hacer frente a las oportunas combinaciones, siendo de especial relevancia la variación de un año a otro de aquellas en las que su deuda ha pasado a representar hasta tres veces la cifra de su patrimonio neto, e incluso cuatro. Además, conviene señalar que el porcentaje del fondo de comercio sobre el coste en estas entidades es superior al 50% en todas, incluso superando el 75%.

Por lo tanto, podemos asociar el elevado fondo de comercio de consolidación y el nivel de endeudamiento en la operación, evidenciando un posible sobreprecio generado debido a que las posibles sinergias positivas son compensadas con los gastos correspondientes a los intereses de dicha financiación ajena.

En este sentido me pregunto si realmente las sinergias positivas estimadas procedentes de las combinaciones y las expectativas de crecimiento y evolución al alza, en cuanto a la actuación futura de las entidades adquiridas, era motivo suficiente para tal endeudamiento o fueron las características del mercado en ese período las que motivaron y favorecieron estas actuaciones.

6.5. Diversificación geográfica

Otro de los factores a tener en cuenta en este análisis, es la influencia o no de la diversificación geográfica como consecuencia de la adquisición, ya que numerosos informes en la literatura sugieren que las adquisiciones en el extranjero son más propensas a incluir un sobreprecio, quizá por la falta de información acerca de la empresa objetivo ó bien, por la necesidad de crecer ante el afán de conseguir una mayor cuota de mercado o para hacer frente a la fuerte competencia y avance tecnológico introducidos por el factor de la globalización.

En nuestro estudio, hemos tratado de analizar esta variable atendiendo a la situación geográfica de la empresa adquirida, y si se corresponde con los elevados fondos de comercio registrados, endeudamiento y demás variables analizadas.

PAÍS ADQUIRIDA	nº operaciones
España	28
Argentina	1
Portugal	3
México	1
Inglaterra	4
Francia	2
EEUU	4
Austria	3
Italia	1

Como podemos observar, la mayoría de las operaciones son realizadas entre empresas o grupos situados en España. Por lo tanto, en este caso, esta variable no es muy representativa ni nos va a permitir evidenciar un posible sobreprecio.

Sería interesante poder analizar la línea de negocio de la entidad adquirente y de la adquirida. En este sentido, las estimaciones sobre las sinergias positivas potenciales tienden a ser más elevadas, por lo que el porcentaje reconocido del fondo de consolidación estará atribuido a ellas en su mayoría. Sin embargo, cuando se trata de adquisiciones en otra línea de negocio, los adquirentes tienden a pagar más, por los similares motivos que la diversificación geográfica.

Dada la dificultad de determinar la actividad relacionada con la adquisición de la entidad adquirente del grupo, no hemos podido obtener los resultados para su análisis.

6.6. Información contable de las adquisiciones

Por último, en relación con el segundo objetivo de este trabajo en cuanto a la dificultad que presenta la información contable, se hace imprescindible mencionar la inexistencia de un único apartado en el que se desglosen todos los datos relativos a las operaciones que han tenido lugar, dificultando la obtención de datos para su posterior utilización.

En los informes anuales de las entidades incluidas en la muestra, tan solo podríamos decir que 12 de estas empresas han presentado de forma clara y concisa dicha información:

DESGLOSE ADQ.	nº de entidades
Sí	12
Sí incompleto	10
No	24

7. CONCLUSIONES

Con el objetivo doble de evidenciar los posibles sobreprecios en la época de bonanza en España y el tratamiento de la problemática de la información contable, hemos llevado a cabo un análisis empírico a través de los depósitos de cuentas anuales de las entidades incluidas en la muestra, atendiendo a las variables e indicadores identificados en la literatura que pudieran reflejar un posible sobreprecio, sin olvidar la existencia de factores que motivan a su vez estos sobreprecios.

Hemos encontrado un elevado nivel de endeudamiento por parte de las empresas para hacer frente al pago de estas operaciones (adquisiciones principalmente) comparando los ratios de endeudamiento precedente al momento de la operación y tras la combinación. Esto nos indica, que lejos de financiar las transacciones con financiación propia, las condiciones favorables del mercado facilitaron el endeudamiento, dados los bajos tipos de interés y el auge del capital riesgo, permitiendo a su vez el pago de excesivos sobreprecios.

Pero no sólo ello estimuló las fusiones y adquisiciones, si no que la internacionalización y privatización de los mercados y la connivencia de los distintos Gobiernos y autoridades de los Bancos Centrales contribuyeron al impulso de estas operaciones.

Del mismo modo, hemos identificado elevados fondos de comercio de consolidación registrados, atribuyéndose un bajo porcentaje del coste de adquisición al valor de los activos netos realmente adquiridos. Esto nos ha proporcionado claros indicios de la existencia de sobreprecios haciéndonos reflexionar a su vez acerca del efecto que presentan el fenómeno “hubris”, que no es más que la arrogancia como principal causante del pago de estos excesivos sobreprecios, y los incentivos personales.

En este sentido, ¿cuál era realmente la justificación para pagar un excesivo precio en una combinación de negocio? ¿Se debe la evolución desfavorable de los grupos de sociedades únicamente al entorno de recesión económica a partir de 2008 o han influido en ella las consecuencias de los excesivos sobreprecios pagados durante la época de bonanza?

Todo ello nos lleva a afirmar la existencia de sobreprecios excesivos en numerosas transacciones durante la época de bonanza como principal consecuencia del efecto “hubris” y una condición macroeconómica y social favorable caracterizada por la condición humana, resumido en que cuando las cosas van bien “todo vale”, y nadie se cuestionaba el por qué de las cosas o el qué vendrá después, sino que primaba el ahora en una visión a corto plazo.

Por último, sería conveniente recalcar que ante la diversidad de información contable relativa a las combinaciones de negocios, son varias y diferentes las formas de manifestación de estas, y por lo tanto, su materialización en las cuentas anuales de las empresas. El carácter disperso de la información contable en los distintos depósitos de cuentas anuales y la inexistencia de una base de datos clara y eficiente han sido unas de las principales problemáticas de nuestro estudio. A su vez, los continuos cambios en la normativa contable, lejos de ayudar a conseguir una mayor transparencia y disposición de la información contable, han introducido una mayor flexibilidad y subjetividad, dificultando así la disposición de dicha información por parte de terceros y en especial, la labor de los auditores.

En mi opinión, desde un punto de vista no tan teórico, todo esto obedece a una condición intrínseca de los humanos caracterizada por la ambición y el inconformismo, la cual se ve estimulada por una serie de características favorables en el marco temporal al que hace referencia este trabajo. Una época en la que factores como el dinero fácil, la especulación, la pasividad por parte de los gobiernos, etc. dominaban las operaciones y en cierto modo, el porvenir de la sociedad.

Tan solo tenemos que mirar atrás y analizar el comportamiento humano en situaciones cotidianas. Son el ejemplo de cómo las familias por ejemplo, con 1500 euros mensuales, tenía hipotecas hasta de 1000 euros. Pero esto no era suficiente, había que tener un buen coche para dar “una buena imagen”, irse de vacaciones, cumplir con los compromisos sociales...

Lo mismo ha ocurrido con los gobiernos y las administraciones públicas, las cuales vieron en esa época un excelente caldo de cultivo para realizar obras públicas innecesarias, pagando por ellas un excesivo precio. ¿Por qué? Pues bien, en una situación económica favorable donde todo parecía tener una justificación, se escondían los intereses personales de quienes empleaban como instrumento las administraciones públicas, con el poder económico y social que llevan consigo, para obtener un rédito personal. Es el ejemplo de la existencia de un aeropuerto en cada capital de provincia española o la existencia de líneas de AVE sin apenas usuarios.

Así, la necesidad de mostrar una “buena imagen”, no sólo caracterizaba a las personas, si no que se extendía al sector público.

En este sentido, la connivencia de los gobiernos, preocupados y concentrados en adquirir cada día más poder, se vio reflejada con el transcurso del tiempo en la actitud de las

personas, que apoyaban cada uno de los proyectos llevados a cabo por los altos cargos sin necesidad de una explicación a cambio.

Como hemos visto a lo largo de este trabajo, el mundo empresarial tampoco ha podido escapar de este “sinsentido”, ya que al fin y al cabo, las empresas son movidas por personas.

Facturar cada día más, sin tener en cuenta las posibles repercusiones, se convirtió en el principal objetivo de la mayoría de las entidades. Cuando por fin se conseguía facturar un millón de euros, no era suficiente y querían que fueran tres. Cuando se vendía en tres países, querían abarcar cinco. Pero no eran los únicos, ya que la competencia seguía el mismo camino, generando un “juego” en el que ganaba quien más conseguía, sin importar como se iba trazando el camino ni el precio al que se había conseguido.

Pero, ¿dónde estaba el límite? ¿Eran los recursos ilimitados? Pues bien, el límite era el propio sistema, el propio mercado que no ha podido soportar un crecimiento tan desmesurado y continuado en el tiempo.

A lo largo de la historia, todo crecimiento se soportaba de alguna manera en explotar recursos naturales, pero desde la mitad del siglo XX aparecen mecanismos financieros que posibilitan el crecimiento de un bien intangible, la deuda.

Llevar hasta el límite este concepto de deuda nos ha generado un espejismo de crecimiento que no podía sostenerse por sí mismo.

Tanto la familia, como el estado y las empresas, se han guiado por un enfoque a corto plazo de sus operaciones, ignorando los principios necesarios para sustentar los proyectos a largo plazo.

Todo ello ha ido construyendo la crisis económica en la que nos encontramos inmersos en la actualidad, donde priman las lamentaciones por aquellos proyectos e hipotecas que en su día nadie criticó, culpando por ello a los grandes motores de la economía, sin darnos cuenta de que entre todos, hemos contribuido a crear dicha situación actual.

Este trabajo, deja la puerta abierta al análisis posterior de las combinaciones de negocios en una situación caracterizada por una recesión económica y un futuro incierto, encontrándonos quizá ante el final de un ciclo de civilizaciones.

BIBLIOGRAFÍA

- “Las fusiones y adquisiciones como instrumento de crecimiento empresarial” (Néboa Zozaya González)
- Economía informa (Víctor Libio de los Ríos)
<http://www.economia.unam.mx/publicaciones/nueva/econinforma/pdfs/367/07/victorlibio.pdf>
- “International mergers & acquisitions” (www.financierworldwide.com)
- Auditoría Valor Razonable
http://www.leyes.com.py/documentaciones/infor_interes/contabilidad/NIA/NIA-545.pdf
- Auditoría estimaciones
http://www.leyes.com.py/documentaciones/infor_interes/contabilidad/NIA/NIA-540.pdf
- Revista Española de Financiación y Contabilidad (REFC)
“La auditoría del Fondo de Comercio” (Auren)
- “Goodwill impairment causes and impact”
http://openaccess.city.ac.uk/1192/1/Brutting,_Milena.pdf
- www.sciencedirect.com (ELSEVIER)
“Reporting goodwill: are the new accounting standards consistent with market valuations?” (Natalie Tatiana Churyk)
“Overpaid acquisitions and goodwill impairment losses” (Maria Elena Olante)
“Executive compensation and goodwill recognition under IFRS: Evidence from European mergers” (Dominic Detzen, Henning Zülch)
- The Accounting Review
American Accounting Association (“Overpriced Shares, Ill-Advised Acquisitions, and Goodwill Impairment”) Gu and Lev
- “The usefulness of goodwill impairment under sfas in reflecting the relative efficiency of firms”
<http://digital.library.okstate.edu/etd/umi-okstate-2417.pdf>

- Strategic Management Journal
“Meta-analyses of post-acquisitions performance: indications of unidentified moderators”
- Journal of Accounting Research
“CEO Compensation and Fair Value Accounting: Evidence from Purchase Price Allocation”
- Richard Roll, University of California, Los Angeles
“The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers”
- Vodafone Annual Reports 1999-2005
http://www.vodafone.com/content/dam/vodafone/investors/annual_reports/annual_report_accounts_2002.pdf
- The journal of finance
“Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions?”
- Reports UK
<https://www.frc.org.uk/News-and-Events/FRC-Press/Press.aspx?searchtext=Goodwill%20impairment>
- Base de datos SABI
- www.cnmv.com

ANEXOS

Tabla 1. Formas de adquisición

Transacción	Fondo de Comercio	Posible sobreprecio	Problemas	Tipo de cuentas	Cambio normativa
Compra acciones ≤ 50% no consolida	NO	PN participada		IND AQ (IF) IND AD (PN)	Plan 90/Plan 2007 (De CHCO a Valor razonable)
Compra acciones ≥ 50% no consolida	NO	PN participada		IND AQ (IF) IND AD (PN)	Plan 90/Plan 2007 (De PN a VUSO en deterioro)
Fusión sin tenencia previa acciones (no consolida)	SI	FC	NO	IND AQ (FC, MEM)	Plan 90/BORRFUS/Plan 2007/Ley 2009
Fusión con tenencia previa acciones (no consolida)	SI	FC	ETAPAS	IND AQ (FC, MEM)	Plan 90/BORRFUS/Plan 2007/Ley 2009
Compra activos netos	SI	FC	NO	IND AQ (FC, MEM)	Plan 90/Plan 2007
Consolidación 100%+D+G	SI	FC	NO	CONS (FC, MEM) IND AQ (IF)	Plan 90/NCON1992/NICS/Plan2007/NCON2010
Consolidación (50- 100%)+D+G	SI	FC	NO	CONS (FC, MEM) IND AQ (IF)	Plan 90/NCON1992/NICS/Plan2007/NCON2010
Consolidación 100%+D+E (antes ya tenía control)	SI	FC	El aumento en el FC se refiere sólo al último tramo ya que ya había FC antes	CONS (FC, MEM) IND AQ (IF)	Plan 90/NCON1992/NICS/Plan2007/NCON2010
Consolidación 100%+D+E (antes aún no tenía control)	SI	FC	El FC se reconoce por primera vez pero no va referidos sólo al último tramo. Sobre tramos anteriores no hay datos en las cuentas consolidadas,	CONS (FC, MEM) IND AQ (IF)	Plan 90/NCON1992/NICS/Plan2007/NCON2010
Consolidación 100%+I+G	SI	FC	No es la matriz la que ha comprado, por lo que las condiciones de la compra habría que buscarlas en las cuentas individuales de la filial que actúa como adquirente.	CONS (FC, MEM) IND FAQ (IF)	Plan 90/NCON1992/NICS/Plan2007/NCON2010
Consolidación 100%+I+E	SI	FC		CONS (FC, MEM) IND FAQ (IF)	Plan 90/NCON1992/NICS/Plan2007/NCON2010
Consolidación 100%+D+E Se mezclan los adquirentes	SI	FC		CONS (FC, MEM) IND FAQ (IF)	Plan 90/NCON1992/NICS/Plan2007/NCON2010

D: transacción directa; I: transacción indirecta; G: Integración Global; E: adquisición por etapas.

Fuente: elaboración propia

Tabla 2. Las diez mayores operaciones de adquisición transnacional de las empresas españolas entre 1996 y 2005.

Empresa española	Empresa adquirida	Nacionalidad emp. adquirida	% capital adquirido	Volumen operación (M€)	Año operación
Repsol	YPF	Argentina	100%	15.901	1999
Santander	Abbey Nacional	Reino Unido	100%	13.682	2004
Telefónica	Sao Paulo Telec.	Brasil	62%	8.086	2000
Telefónica	Lycos	EE UU	100%	5.600	2000
Telefónica	Endemol	Holanda	100%	5.500	2000
Metrovacesa	Gecina	Francia	69%	3.804	2005
Telefónica	Bell South LA	América Latina	100%	4.731	2004
Telefónica	Telesp	Brasil		4.467	1998
Endesa	Elettrogen	Italia	100%	3.680	2001
Telefónica	Telefónica Argentina	Argentina	44%	3.554	2000

Fuente: Thomson Financial y Capital & Corporate.