

Presentación de Proyectos Empresariales a Posibles Inversores

25

MANUAL

FINANCIACIÓN

EDICIÓN

Centros Europeos de Empresas Innovadoras de la Comunidad Valenciana (CEEI CV)

DIRECCIÓN

Centros Europeos de Empresas Innovadoras de la Comunidad Valenciana (CEEI CV)

En la elaboración de este documento ha participado la empresa One to One Capital Partners

© 2008 DE ESTA EDICIÓN

Centro Europeo de Empresas Innovadoras de Castellón (CEEI Castellón)
Ginjols, 1 (esquina Avda. del Mar)
12003 Castellón

DISEÑO

Debase Estudio Gráfico

MAQUETACIÓN

CSB

DERECHOS RESERVADOS

Queda rigurosamente prohibido, según autorización escrita de los titulares de Copyright, bajo una sanción establecida por Ley, la reproducción total o parcial de esta obra por cualquier medio o procedimiento, incluidas la reprografía o tratamiento informático y la distribución de ejemplares mediante préstamo público.

Este Manual se ha editado gracias al apoyo prestado por el IMPIVA (Instituto de la Mediana y Pequeña Industria de la Generalitat Valenciana) a través del Convenio singular de colaboración para el desarrollo del Programa de Asistencia al Emprendedor.



Manual 25

Presentación de Proyectos Empresariales a Posibles Inversores

CEEI
COMUNIDAD
VALENCIANA
CENTROS EUROPEOS DE
EMPRESAS INNOVADORAS

www.redceei.com
www.emprenemjunts.es

Financiado por:



IMPIVA



UNIÓN EUROPEA
Fondo Europeo de
Desarrollo Regional

Una manera de hacer Europa

Proyecto cofinanciado por los Fondos FEDER, dentro del Programa Operativo FEDER de la Comunitat Valenciana 2007-2013



UNIÓN EUROPEA
Fondo Social Europeo
El FSE invierte en tu futuro



Índice

ε ο ι ρ υ | Índice

1. VÍAS DE LOGRAR LA RENTABILIDAD PARA UN INVERSOR: DIVIDENDOS Y PLUSVALÍA EN LA VENTA DE SU PARTICIPACIÓN	11
2. ANÁLISIS DE UN PROYECTO EMPRESARIAL: DESCUBRIR SU VENTAJA COMPETITIVA	13
2.1 ANÁLISIS HISTÓRICO Y ESTRATÉGICO DE LA EMPRESA Y DEL SECTOR	14
2.1.1 Análisis DAFO	14
2.1.2 La Matriz BCG	14
2.1.3 Las cinco fuerzas de Porter	15
2.2 ANÁLISIS DE LAS EXPECTATIVAS COMPETITIVAS Y ESTRATÉGICAS	15
2.2.1 Previsión de la evolución del sector	15
2.2.2 Previsión de la posición competitiva de los competidores	16
2.2.3 Previsión de la posición competitiva de la empresa	16
3. ANÁLISIS FINANCIERO HISTÓRICO	17
3.1 ¿QUÉ HA PASADO HASTA AHORA?	17
3.2 GENERACIÓN DE TESORERÍA VS NECESIDADES DE TESORERÍA	20
4. PREVISIONES FINANCIERAS DEL PROYECTO EMPRESARIAL	21
4.1 LA IMPORTANCIA DE LAS PROYECCIONES FINANCIERAS	21
4.2 DECISIONES EN LA GESTIÓN FINANCIERA QUE MAXIMIZAN EL VALOR DE LA COMPAÑÍA	22
4.2.1 Política de Inversión	22
4.2.2 Decisiones de financiación	22
4.2.3 Política de Dividendos: el <i>pay-out</i>	26
5. VALORACIÓN DE PARTICIPACIONES EMPRESARIALES	27
5.1 ¿PARA QUÉ SIRVE UNA VALORACIÓN DE UNA EMPRESA PARA UN INVERSOR?	28
5.2 MÉTODOS DE VALORACIÓN DE EMPRESAS	28
5.2.1 Métodos estáticos (basados en el balance)	28
5.2.2 Métodos dinámicos	29
5.3 ¿QUÉ MÉTODO ESCOGER?	30

ε ο ι ρ υ ι | índice

5.4 FLUJOS DE CAJA DESCONTADOS (DCF)	30
5.4.1 Introducción. El método general de valoración	30
5.4.2 Obtención de los flujos de caja. Proyecciones financieras	31
5.4.3 ¿Por qué los flujos de caja? <i>Cash flow</i> y beneficio	31
5.4.4 Flujo de caja libre para la empresa (FCF)	31
5.4.5 Horizonte temporal. Valor residual	32
5.4.6 Coste de Capital	32
5.5 VENTAJAS Y DESVENTAJAS DE LAS VALORACIONES POR DCF	33
5.6 LOS ERRORES MÁS COMUNES EN VALORACIONES	34
6. INTERPRETAR LOS RESULTADOS	35
6.1 BENCHMARKING DEL VALOR OBTENIDO: COMPARACIÓN CON EMPRESAS SIMILARES	35
6.2 ANÁLISIS EN DIFERENTES ESCENARIOS O HIPÓTESIS	36
7. SOCIO INDUSTRIAL VS SOCIO FINANCIERO	38
8. FASES DE UN PROCESO DE ADQUISICIÓN O TOMA DE PARTICIPACIÓN EMPRESARIAL POR PARTE DE UN INVERSOR FINANCIERO	40
9. VISIÓN DEL CAPITAL RIESGO Y EVOLUCIÓN DEL MISMO EN ESPAÑA	42
9.1 APROXIMACIÓN AL CAPITAL RIESGO	42
9.2 FASES DE DESARROLLO DE LAS EMPRESAS EN LAS QUE ENTRA EL CAPITAL RIESGO	43
9.3 ¿QUÉ TIPO DE EMPRESAS PUEDEN ACCEDER AL CAPITAL RIESGO?	44
9.4 CLÁUSULAS HABITUALES EN LOS CONTRATOS CON CAPITAL RIESGO	44
9.5 ¿QUÉ APORTA EL CAPITAL RIESGO?	45
9.6 RADIOGRAFÍA DEL SECTOR EN ESPAÑA	45

PRESENTACIÓN
DE PROYECTOS
EMPRESARIALES A
POSIBLES INVERSORES

INTRODUCCIÓN



Cuando un inversor se plantea invertir un capital tiene como idea principal que **la inversión ha de ser rentable y dicha rentabilidad ha de estar en consonancia con el riesgo que asume**. Sobre esta idea vamos a desarrollar la cápsula de conocimiento que ahora empezamos.

La rentabilidad de una inversión para un inversor tiene que ver con la relación de equivalencia financiera que se produce entre 3 variables:

- a) **El desembolso** (o desembolsos) a realizar por convertirse en accionista
- b) **Las rentas** que percibirá durante el horizonte temporal que dure su inversión (en forma de dividendos, reducciones de capital, o cualquier otra renta no vinculada a un trabajo)
- c) **Las rentas** que perciba el accionista al enajenar sus participaciones

Por lo tanto, el supuesto inversor querrá analizar al máximo dichas variables para pronosticar su comportamiento. Como podemos ver **la rentabilidad vendrá asociada al comportamiento futuro de la sociedad**, nunca al pasado. El inversor podrá recibir rentas desde el momento en que se convierte en accionista, por lo que si la compañía no genera recursos suficientes será incapaz de pagar dividendos a sus accionistas y el valor de las acciones se reducirá no permitiendo realizar plusvalías en caso de venta. Este análisis se presentará en el punto 1 de esta cápsula.

Para tener la máxima información acerca de si un proyecto empresarial será capaz de generar esas rentas antes mencionadas para sus accionistas, éste deberá tener, a ojos del inversor, **“una ventaja competitiva”**. Ha de saber hacer algo bien o mejor que la competencia. Asimismo, deberá analizar si dicha ventaja competitiva se puede mantener en el tiempo, si existen suficientes elementos para que el inversor tenga cierta seguridad de que dicha ventaja competitiva nos va a poder proporcionar la posibilidad de generar mayores recursos que los que empleamos para así dar la posibilidad a sus accionistas a rentabilizar dicha inversión. Las herramientas para poder analizar estos conceptos se presentan en el punto 2 **“Análisis de un proyecto empresarial: Descubrir su ventaja competitiva”**.

Después de evaluar el mercado, el sector, la ventaja competitiva de la compañía, hacer un estudio de la competencia y concluir que tiene sentido el proyecto, el inversor querrá ver qué ha hecho la compañía hasta ese momento, para lo cual necesitará hacer un análisis de sus Estados Financieros históricos (en el caso de que sea un proyecto sin historia esta etapa no se realizará).

Se analizará su rentabilidad económica a través del análisis de su Cuenta de Resultados, se analizará el Balance y se analizará cómo ha sido su generación de recursos (caja). El análisis de los Estados Financieros de la compañía le permitirá conocer qué ha sucedido en el pasado y le servirá de punto de partida para intentar anticiparse a lo que será la compañía en el futuro próximo, que será por lo que el inversor realizará su inversión. Este análisis se presentará en el punto 3 de la cápsula.

Una vez el inversor conoce cómo está la empresa desde el punto de vista financiero, de rentabilidad histórica y ha detectado las ventajas competitivas sobre las que pivotará su posible inversión, ha de procurar realizar un ejercicio de concreción de lo que va a hacer la empresa, en base al conocimiento que se tiene de ella tras las etapas anteriores. Y esa concreción se ha de plasmar en una proyección de los Estados Financieros de la compañía durante los próximos ejercicios. En dicha proyección

deberemos incluir Cuenta de Resultados, Balance de Situación y Balance de Tesorería con el fin de conocer qué dividendos va a obtener el inversor de cada ejercicio, y qué valor tendría la compañía tras ese periodo de análisis en el que se plantea ser accionista.

Para obtener ese valor habremos tenido que incluir hipótesis acerca de la política de inversión de la sociedad, la política de financiación de la empresa, así como la comentada política de dividendos. Los temas relacionados con las proyecciones financieras se comentan en el punto 4.

No cabe duda que no es lo mismo evaluar un proyecto empresarial en sus fases iniciales que la valoración de un proyecto con años en funcionamiento y con una historia que dé soporte a sus expectativas. El inversor que analice proyectos empresariales en sus fases iniciales no invertirá una cifra muy elevada, por más que sea un proyecto con grandes perspectivas de futuro.

La financiación de proyectos semilla o *start-ups* deberá pasar diferentes rondas de financiación hasta conseguir que las valoraciones que se hagan por posibles inversores puedan ir aumentando en la medida que sus expectativas se vayan cumpliendo.

No ocurre lo mismo en la valoración de proyectos en expansión pero que ya han tenido la oportunidad de demostrar sus posibilidades en el mercado. En este caso, cuando existen datos históricos que avalen una trayectoria, las valoraciones podrán ser más elevadas utilizándose para su cálculo las técnicas presentadas en el punto 5 de esta cápsula –básicamente el descuento de flujos de Caja (DCF).

Tras realizar la valoración de la sociedad (en el caso en que haya una historia previa que permita utilizar la metodología anteriormente mencionada: DCF) el inversor comprobará su consistencia a través de la comparación de los datos obtenidos con otras operaciones que se hayan podido producir en el mercado. Por esta vía tendrá la referencia acerca de cómo han invertido otros inversores en compañías o proyectos comparables al que está estudiando.

Tras confirmar la posible valoración en base a las metodología anterior (DCF y múltiplos de empresas comparables) el inversor debería realizar un ejercicio de prudencia considerando diferentes escenarios modificando aquellas variables con mayor incertidumbre (ventas, costes operativos, coste de la financiación, etc.) para conocer qué pasaría en la compañía, y en su valor, si no se produce el escenario básico que ha dado pie a la valoración del punto anterior.

Asimismo, podremos comprobar cómo se modifica el valor de las acciones ante diferentes valores asignados a hipótesis (es lo que se conoce como análisis de sensibilidad). Esta forma de actuar ofrece al posible accionista una visión importante del riesgo que puede asumir su inversión. Esta información se encuentra en el punto 6 de la Cápsula.

En el siguiente punto analizaremos los diferentes perfiles de inversor que pueden existir en el mercado: el **inversor industrial** y el **inversor financiero**. Está claro que ambos lo que desean es hacer rentable su inversión, pero ponen el énfasis en diferentes aspectos operativos, su percepción del riesgo del negocio también puede ser diferente, y seguramente tomarán diferentes decisiones en lo que se refiere a la política de financiación o de retribución al accionista. Estas

diferencias se tratan en el punto 7 de esta Cápsula de conocimiento.

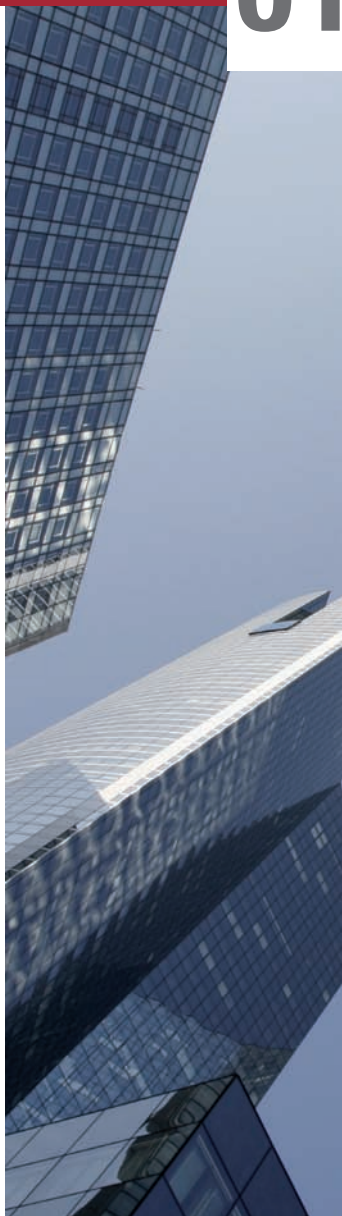
En el punto 8 pasamos a comprobar los pasos que puede tener un proceso de incorporación de un accionista a un proyecto empresarial.

Finalmente veremos a uno de los actores más importantes en los procesos de inversión y consolidación de proyectos empresariales: el **Capital Riesgo**. Veremos sus características, la diferente tipología de fondos en función de la etapa en la que se encuentre la compañía o proyecto empresarial, qué características busca este tipo de inversor, qué aporta a las compañías y acabaremos con una radiografía de lo que significa en España.

En esta Cápsula de conocimiento pretendemos dar una visión general del punto de vista de cualquier inversor profesional a la hora de analizar proyectos de inversión. Esta información deberá servir para saber **cómo afrontar la búsqueda de inversores** poniendo el máximo empeño en ofrecer el máximo de información posible acerca de aquellos puntos que los inversores desean conocer. Despejar incertidumbres a los inversores acerca de la llegada del capital, a los proyectos que tengan viabilidad.

VÍAS DE LOGRAR LA RENTABILIDAD PARA UN INVERSOR: DIVIDENDOS Y PLUSVALÍA EN LA VENTA DE SU PARTICIPACIÓN

01



Cualquier inversor tiene **2 vías para lograr rentabilizar una inversión**:

1. Las rentas que reparta el proyecto de inversión durante el periodo en el que el inversor mantenga su participación (DIV)
2. La venta de la participación (Desinversión)

Esquema de los fondos que se generan en una inversión de un horizonte temporal de "n" ejercicios:

Frente a una inversión inicial, el accionista recibe unos dividendos durante los años en los que mantiene su participación empresarial. Asimismo, obtendrá una cantidad en el momento en el que decida desinvertir.

Inversión $\frac{DIV_1}{1} \quad \frac{DIV_2}{2} \quad \dots \quad \frac{DIV_n + \text{Desinversión}}{n}$

1. **La política de dividendos:** En la medida que una actividad empresarial genere un valor añadido sobre los recursos que emplea, en circunstancias de ausencia de morosidad, la empresa, tras responder a sus obligaciones con proveedores, entidades financieras, personal, con Hacienda, etc., generará un excedente económico que deberá ser destinado a cualquiera de las 3 posibilidades siguientes:
 - a) *Dividendos.* Es la vía más normal de remuneración a los accionistas de la sociedad.
 - b) *Reducción de deuda.* La decisión de amortizar deuda tiene que ver con la política de financiación de la compañía, que puede variar en el tiempo.

c) La inversión de dicho excedente en *nuevos proyectos de inversión*. La decisión de reinvertir el excedente generado por la empresa tendría como resultado unos mayores beneficios futuros que significarían unos mayores dividendos futuros.

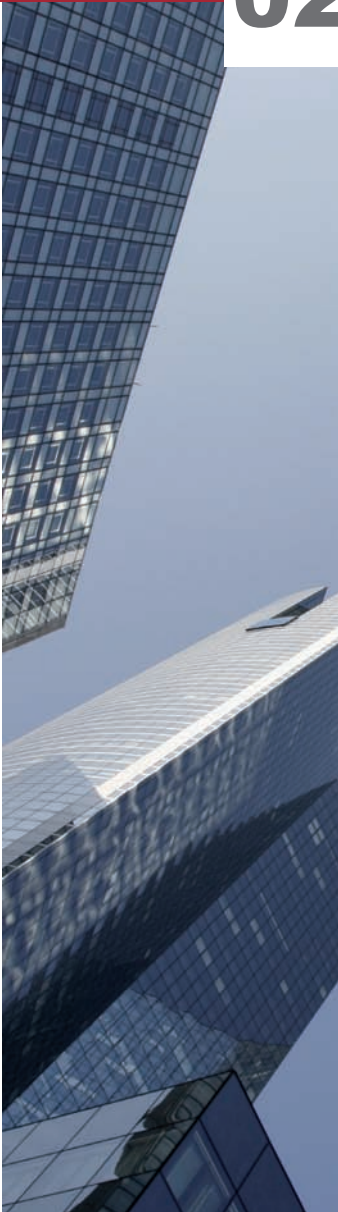
Cualquiera de estas decisiones ha de ser aprobada en el foro que representa a la totalidad del accionariado, la Junta General de Accionistas, a propuesta del Consejo de Administración.

2. **La venta de la participación:** La segunda vía a través de la cual se materializará una parte importante de la rentabilidad de una inversión es a través de la propia venta de la misma. En el momento de desprenderse de las acciones, si la empresa ha sido bien gestionada y se han invertido recursos de manera eficiente, la participación tendrá una valoración superior a la que se estableció en el momento de la adquisición de las acciones. Con la venta de la participación el inversor habrá terminado su relación accionarial con la sociedad.

Por lo tanto, un potencial inversor que analice un proyecto, pondrá **especial énfasis en proyectar los dividendos** que dicho proyecto generará, y la facilidad de “salida” que podrá tener al cabo de unos años para realizar la desinversión de su participación (así como en conocer el posible valor de su participación).

ANÁLISIS DE UN PROYECTO EMPRESARIAL: DESCUBRIR SU VENTAJA COMPETITIVA

02



Las empresas son organizaciones que han de enfrentarse, a un entorno cambiante, y a su competencia. En ese entorno han de ser capaces de vender y cobrar sus productos y servicios a un precio suficiente que suponga un margen mínimo para poder rentabilizar las inversiones realizadas. Una empresa es capaz de realizar este objetivo cuando posee una **ventaja competitiva** respecto a sus competidores que el mercado es capaz de percibir, y un inversor ha de percibir y entender dicha ventaja.

Ante el desafío de valorar un proyecto empresarial se tiene que empezar realizando un análisis estratégico de la empresa y del sector. Una empresa compite contra su competencia actual y competirá contra su competencia futura, tendrá que anticiparse a los cambios que los consumidores experimentan con el tiempo.

La utilización de herramientas de análisis estratégico y de mercado sirve para el análisis de la rentabilidad futura de la empresa. Un análisis previo del sector es necesario para razonar las expectativas de rentabilidad (proyecciones financieras).

El objetivo de este análisis:

- Previsión de la **evolución del sector**
- Previsión de la **posición competitiva de los competidores**
- Previsión de la **posición competitiva de la empresa**

2.1 ANÁLISIS HISTÓRICO Y ESTRATÉGICO DE LA EMPRESA Y DEL SECTOR

Las herramientas habituales son el Análisis DAFO, Matriz BCG, o el cuadro de Fuerzas de Porter.

2.1.1 ANÁLISIS DAFO

El Análisis DAFO es la herramienta estratégica por excelencia, muy utilizada, aunque a veces de forma intuitiva y sin conocer su nombre técnico. El nombre lo adquiere de sus iniciales DAFO (Debilidades, Amenazas, Fortalezas, Oportunidades).

Amenazas y Oportunidades tienen que ver con el análisis que se realiza del entorno en el que se desarrolla el proyecto, del Entorno Amplio (PEST) y del Sector o Industria en el que se desarrolla el proyecto que se analiza. El análisis DAFO es más completo si previamente se ha analizado el entorno más amplio en el que se desarrolla la actividad a través de la matriz PEST. Ésta mide el mercado y el potencial de una empresa según **factores externos** (específicamente Políticos, Económicos, Sociales y Tecnológicos). Es recomendable realizar el análisis PEST antes del DAFO.

Las Fortalezas y las Debilidades tienen que ver con el diagnóstico interno que se realiza del Proyecto.

D: Debilidades, son aspectos que limitan o reducen la capacidad de desarrollo efectivo de la estrategia de la empresa, constituyen una amenaza para la organización y deben, por lo tanto, ser controladas y superadas.

A: Amenazas, se define como toda fuerza que puede impedir la implantación de una estrategia, o bien reducir su efectividad, o incrementar los riesgos de la misma.

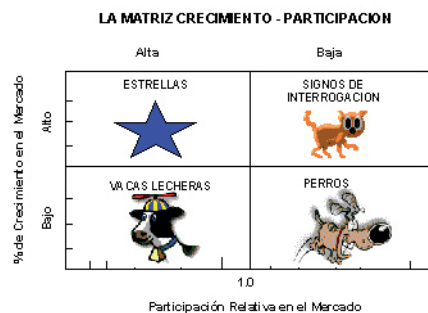
F: Fortalezas, también llamadas puntos fuertes. Son capacidades, recursos, posiciones alcanzadas y consecuentemente ventajas competitivas que deben y pueden servir para explotar oportunidades.

O: Oportunidades, es todo aquello que pueda suponer una ventaja competitiva para la empresa, o bien representar una posibilidad para mejorar la rentabilidad de la misma o aumentar la cifra de sus negocios.

2.1.2 LA MATRIZ DEL BCG

Su finalidad es ayudar a decidir entre distintos negocios o Unidades Estratégicas de Negocio (UEN), es decir, entre empresas o áreas, aquellas donde: invertir, desinvertir o incluso abandonar.

El método utiliza una matriz de 2x2 para agrupar distintos tipos de negocios. A partir de esta clasificación surgen elementos para gestionarlas. Así, una de las variables de la matriz es el crecimiento del mercado y, la otra, la participación de la empresa en el mismo. Con esto se dan cuatro situaciones: a) gran crecimiento y gran participación de Mercado, b) gran crecimiento y poca participación de mercado, c) poco crecimiento de mercado y gran participación, y d) poco crecimiento de mercado y poca participación de mercado.



La matriz crecimiento-participación se basa en dos dimensiones principales:

- El **crecimiento de la industria o del mercado**, que indica la tasa de crecimiento anual del mercado de la industria a la que pertenece la empresa.
- La participación relativa en el mercado, que se refiere a **cuota de participación en el mercado**.

Si el mercado está creciendo hay que invertir dinero para mantener la posición y mucho más para crecer. Esto conduce a que las ganancias sean pocas pero que crezca el volumen de negocio. Cuando el mercado se estabiliza las ganancias son importantes.

Los cuatro tipos de negocios según este análisis son los siguientes:

PRESENTACIÓN DE PROYECTOS EMPRESARIALES

- **Estrellas:** Precisa dinero para crecer con el mercado pero genera dinero, así que básicamente lo que precisa es buena gestión.
- **Signos de interrogación (incógnitas):** se llaman así porque no se sabe bien qué puede pasar con ese negocio y la clave está en que necesita invertir grandes cantidades hasta conseguir rentabilidades interesantes.
- **Vaca lechera:** se denominan así porque sin invertir mucho dinero ni gestión se generan grandes cantidades de ingresos.
- **Perro:** es un negocio que no presenta muchas posibilidades, en general las empresas tienden a deshacerse de este tipo de negocios.

Un mercado estable en su crecimiento es predecible y fácil de administrar. Pero estabilidad implica también que no hay sorpresas excelentes, ni grandes oportunidades.

2.1.3 LAS CINCO FUERZAS DE PORTER



- **Los proveedores,** si tienen un elevado poder de negociación, pueden producir un fuerte impacto en la industria, por ejemplo, vendiendo a un alto precio para capturar una parte mayor del valor generado en la industria.

Cuanto menor es el poder de un proveedor, más interés puede tener en integrarse verticalmente para controlar sus canales de distribución.

- **Los clientes** también pueden generar un fuerte impacto sobre la industria. Un mayor poder de ne-

gociación de los compradores supone una mayor capacidad de estos para fijar el precio.

Cuanto menor es el poder de un cliente, más interés puede tener en integrarse verticalmente para aumentar su control sobre sus fuentes de suministro.

- **Entrantes potenciales:** Cuando mayores las barreras de entrada más interés pueden tener los nuevos entrantes en diversificarse hacia este sector vía adquisiciones en vez de crecimiento orgánico.
- **Productos sustitutivos** son aquellos productos de otras industrias que satisfacen necesidades semejantes. Habitualmente la amenaza de productos sustitutivos afecta a la industria vía precio, pero el efecto puede producirse de otras formas.
- **Competidores en el sector:** Habitualmente la rivalidad se mide mediante indicadores de concentración.

– Una alta concentración indica que una importante porción del mercado está en manos de unas pocas empresas. En este escenario el nivel de competencia suele ser reducido o moderado.

– Por el contrario, una industria con baja concentración es una industria fragmentada, con muchas empresas, ninguna de ellas con una cuota de mercado elevada. En estas industrias el nivel de rivalidad será más alto.

2.2 ANÁLISIS DE LAS EXPECTATIVAS COMPETITIVAS Y ESTRATÉGICAS

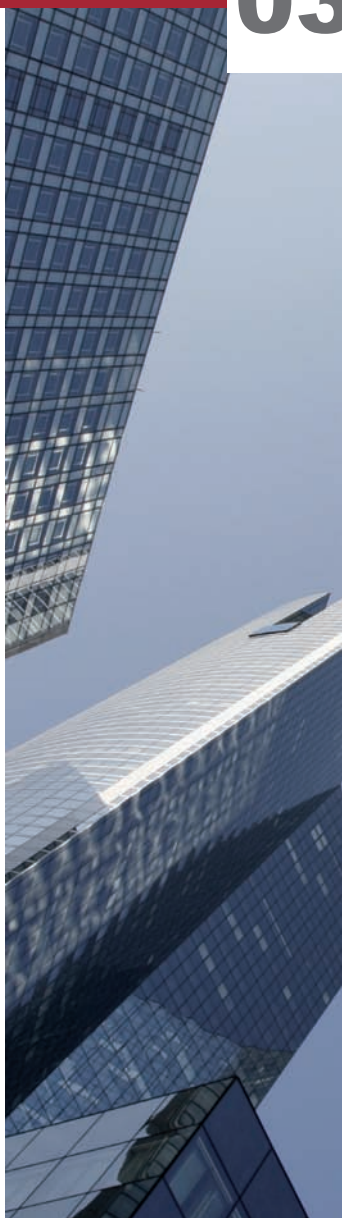
El análisis realizado a través de las herramientas anteriormente descritas va a ser la base para conocer con la máxima rigurosidad el marco general (mercado) y particular (competencia). Conociendo el mercado y nuestra competencia conoceremos nuestra posición competitiva.

2.2.1 PREVISIÓN DE LA EVOLUCIÓN DEL SECTOR

Cuando se realice un diagnóstico estratégico de una compañía debemos reflexionar sobre el sector y sus características.

03

ANÁLISIS FINANCIERO HISTÓRICO



3.1 ¿QUÉ HA PASADO HASTA AHORA?

En el proceso de evaluación de una compañía es fundamental hacer un análisis histórico detallado de sus cuentas anuales. Dicho estudio permitirá conocer aspectos fundamentales del funcionamiento del negocio: Política de inversiones, Márgenes, Rentabilidades, Política financiera, etc.

Como parte fundamental de dicho análisis de los **estados financieros históricos** resulta muy interesante establecer mecanismos de control que nos permitan visualizar cambios significativos, variaciones importantes, en la evolución de las magnitudes que creamos importante seguir. Dichas variaciones deberán ser explicadas por el gestor de la empresa de la forma más concreta posible, de modo que se puedan conocer con el máximo detalle las causas que han motivado dichos cambios y pueda incorporar dichas causas (de forma explícita o implícita) en su análisis del valor de la compañía.

A continuación tenemos una relación de ratios y magnitudes que conviene analizar en los estados financieros de la sociedad:

A) Cuenta de Resultados

Después de haber hecho un pequeño análisis de las cuentas de la sociedad hemos de detectar aquellas partidas que son especialmente importantes para el negocio. Es decir, una empresa con alto contenido de mano de obra, deberá analizar sus gastos de personal históricos. Si de los gastos de una empresa una de las partidas más im-

portantes es I+D, tendremos que darle más importancia a su análisis.

– **Crecimiento de las ventas:** Hay que comparar el valor obtenido en este ratio con el de años anteriores para ver si las ventas de la empresa se van acelerando o si, por el contrario, se van ralentizando.

$$\text{Cuota de mercado} = \frac{\text{ventas de la empresa}}{\text{ventas del sector}}$$

Lo importante para una empresa no es sólo cómo crecen sus ventas, sino cómo compara con el crecimiento del sector, para ver si la empresa está ganando cuota de mercado, fortaleciendo su posición competitiva, o si, por el contrario, pierde cuota.

Aparecería una alerta cuando la variación de la cuenta que queramos analizar, en porcentaje de las ventas, es significativo.

- % Margen Bruto s/Ventas
- % EBIDTA s/Ventas
- % Resultado s/Ventas

– **Composición de las ventas por productos:** No sólo interesa analizar el comportamiento de las ventas, sino que es importante ver su composición.

No es lo mismo una empresa que dependa de un solo producto, que en un momento dado puede fallar, que otra empresa que tenga una cartera diversificada de productos, de modo que si le fallara uno lo podría compensar con otro que evolucione bien.

Tampoco es lo mismo que las ventas procedan de un producto innovador, en plena fase de expansión, que si, por el contrario, provienen de un producto que se está quedando obsoleto y cuyas ventas tenderán a ir disminuyendo.

Asimismo, hay que ver si las ventas proceden de productos que dejan un alto margen, o si, por el contrario, son de productos con márgenes muy ajustados.

– **Margen bruto / ventas:** El margen bruto es la diferencia entre los ingresos por ventas y el precio de coste de los productos vendidos (datos que se obtienen de la cuenta de resultados). Mientras mayor

sea este ratio mayor será el margen que está obteniendo la empresa de sus ventas.

– **Carga financiera / margen de explotación:** Si el endeudamiento de la empresa es elevado esto origina unos importantes gastos financieros, por lo que un porcentaje considerable de su margen de explotación tendrá que destinarlo a atender estos gastos, en lugar de poder llevarlo a beneficios. Aparecerá una alerta cuando el incremento de los gastos financieros sobre el margen de explotación se eleve.

Además, en un momento de caída de ventas y, por tanto, del margen de explotación, la empresa podría tener dificultades para atender estos gastos de financiación.

– **BAI / ventas:** El BAI es el beneficio antes de impuestos. Este ratio mide el porcentaje de las ventas que, una vez atendidos todos los gastos (los de explotación y los financieros), la empresa consigue llevar a beneficios. Cuanto más elevado sea este ratio, más rentable es la empresa.

– **Evolución de los beneficios:** Lo realmente importante para una empresa es cómo se comporta su cifra de beneficios. Por tanto:

- Hay que analizar si la empresa acelera, mantiene o disminuye el ritmo anual de crecimiento de sus beneficios.
- Hay que ver si los beneficios crecen más o menos que los de la competencia
- Aparecerá una alerta cuando el resultado extraordinario sea importante en relación con el beneficio de la compañía.

– **Ratios de rentabilidad:** Estos ratios relacionan los beneficios con diversas magnitudes y miden la rentabilidad de la empresa. Hay que analizar cuál es la evolución de estos ratios de rentabilidad y ver cómo comparan con los de la competencia.

Los principales ratios de rentabilidad son:

- ROA (*Return On Assets* – **Rentabilidad sobre Activos Totales**). Se calcula dividiendo el beneficio neto de la entidad entre los activos totales medios de la misma.

$$\text{ROA} = (\text{Beneficios} / \text{activos medios})$$

Los activos medios se calculan de igual manera que hemos señalado para las existencias medias. Este ratio pone en relación el beneficio obtenido por la empresa con el tamaño de su balance. Mide si el tamaño creciente de la empresa va acompañado del mantenimiento de sus niveles de rentabilidad o si, por el contrario, este crecimiento está implicando un progresivo deterioro en sus niveles de rentabilidad.

- **ROE (Return on Equito – Rentabilidad que obtienen lo accionistas de los fondos invertidos en la sociedad):**

$$\text{ROE} = (\text{Beneficio neto} / \text{capitales propios})$$

Este es el ratio de rentabilidad más significativo, ya que mide el rendimiento que la empresa está obteniendo de sus fondos propios; es decir, la capacidad de una empresa de remunerar a sus accionistas.

B) Ratios del Balance

Son los referidos a la evolución a corto plazo del balance de la empresa, tiene en cuenta una partida de balance al menos.

Estos ratios son principalmente:

- **Apalancamiento:** Es el endeudamiento de la empresa. Se suele considerar sólo la deuda con coste. Se mide como porcentaje sobre el total activo o total recursos propios, lo que da una idea del riesgo de la compañía por financiación. El apalancamiento óptimo depende de la estabilidad del flujo de caja generado por el negocio. Cuanto más estable sea, mayor apalancamiento financiero puede soportar.
- **Deuda con coste sobre pasivo total:** Nos indica el peso de la deuda con coste sobre total pasivo. Las empresas como las grandes superficies tienen cifras elevadas de pasivo que no tienen coste, por lo que un análisis superfluo puede llevar a confusión. Aparecerá la alerta cuando haya cambios significativos. Se deberá explicar para qué se ha aplicado esa financiación.

- **Fondo de maniobra sobre ventas:** El fondo de maniobra es la diferencia entre el activo circulante y el pasivo a corto plazo (o circulante) de la empresa. El fondo de maniobra indica la posición a corto plazo de la empresa. Las suspensiones de pagos suelen venir provocadas por problemas en este dato, ya que a pesar de vender mucho la empresa no cobra, lo que provoca problema de liquidez. Si medimos esta situación sobre ventas, nos da una idea de la eficacia en la utilización de sus activos. Un nivel del 15%-20% es razonable, aunque depende mucho del sector.

- **Rotación del Inmovilizado:** aparecerá la alerta cuando el cambio en la rotación (ventas en relación con el inmovilizado) sea significativo según el histórico de la compañía o según la comparativa con otras empresas del sector.

- **% amortización:** aparecerá la alerta cuando el cambio en la amortización acumulada como porcentaje del inmovilizado sea significativo en el análisis de varios ejercicios.

- **Evolución de las Dotaciones y Provisiones:** Conviene hacer un seguimiento exhaustivo de las dotaciones y provisiones.

- **% Existencias s/Ventas:** Conviene hacer un seguimiento expreso de la partida de existencias, por cuanto es una de las posibilidades a las que se recurre para alterar el Coste de las Mercancías (Coste de las Ventas) y que puede producir alteraciones de valoración que modifiquen el resultado.

- **Periodo medio de cobro:** Plazo medio de cobro, es decir, número de días que transcurre desde que el producto es vendido hasta que el cliente paga su compra. Se calcula con la fórmula:

$$(\text{Saldo medio de clientes} / \text{Ventas anuales}) * 365$$

Aparecerá la alerta cuando la variación del plazo medio de cobro (los días que se tarda en cobrar a los clientes) sea significativo.

- **Periodo medio de pago:** número de días que transcurre desde que la empresa adquiere la ma-

teria prima hasta que paga al proveedor. Se calcula con la fórmula:

$(\text{Saldo medio de proveedores de materias primas} / \text{Compra anual de materias primas}) * 365$

Aparecerá la alerta cuando la variación del plazo medio de pago (los días que se tarda en pagar a los proveedores) sea significativo.

En definitiva, a mayor conocimiento de la historia de la sociedad, a través de un análisis de los estados financieros y de la lógica explicación de las variaciones significativas que los responsables nos deben facilitar, conseguimos **establecer un punto de partida más sólido** para después proyectar los estados financieros de la sociedad.

3.2. GENERACIÓN DE TESORERÍA VS NECESIDADES DE TESORERÍA

Al potencial inversor en un proyecto de inversión le convendrá verificar la **capacidad de generación de tesorería** que ha tenido históricamente dicho proyecto. La empresa en su actividad ordinaria ha de ser capaz de generar flujos de entrada de caja (cobros ordinarios generados por la actividad), para

hacer frente a todas las obligaciones que tiene con los diferentes agentes del mercado –proveedores y acreedores (incluida la Hacienda Pública) y entidades financieras (gastos financieros y amortizaciones de deuda.

Para financiar los déficits de tesorería se recurre a los proveedores financieros (accionistas y entidades financieras) a través de ampliaciones de capital (cuando así se requiera), y de financiación bancaria. Y el excedente de tesorería se distribuye a sus accionistas a través del dividendo:

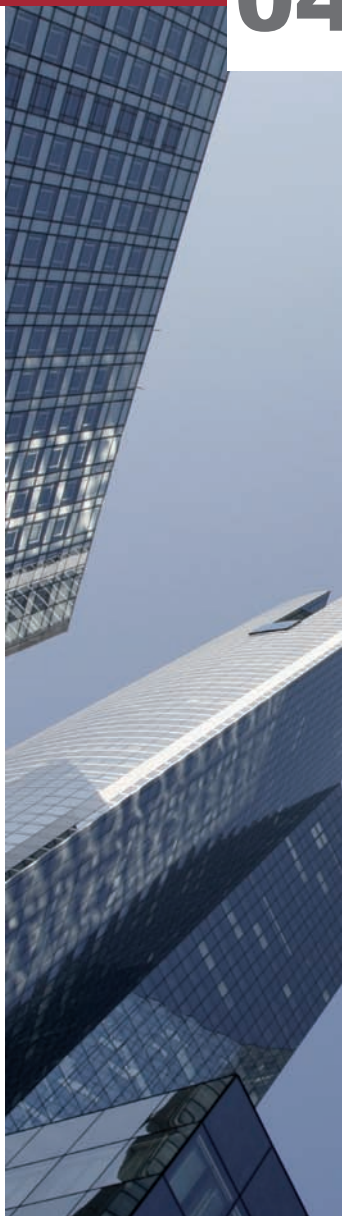
- Cuando la empresa **no es capaz de generar la tesorería necesaria** para hacer frente a sus obligaciones corrientes llega un momento en el que entra en un proceso concursal, antes denominado de suspensión de pagos.
- Cuando la empresa **es capaz de generar la suficiente tesorería** como para hacer frente a sus obligaciones corrientes, y se genera además un excedente, se puede abonar a sus accionistas los dividendos, siendo esta la vía ordinaria para remunerar a los accionistas.

La capacidad de generación de caja de un proyecto es la concreción en términos económicos del proyecto empresarial y su estrategia competitiva.



04

PREVISIONES FINANCIERAS DEL PROYECTO EMPRESARIAL



Como hemos comentado en punto 1 de esta Cápsula, la rentabilidad de una inversión para un potencial accionista tendrá su origen en el modo en el que evolucione el proyecto desde el momento en el que éste toma la participación. Es decir, el accionista deberá hacer el ejercicio de plasmar el plan de negocios del proyecto en cifras con el objetivo final de conocer qué capacidad tendrá la empresa de remunerar sus acciones durante el periodo de tiempo que se proyecte y las necesidades de financiación que requerirá el proyecto en función de los diferentes escenarios que se analicen.

4.1 IMPORTANCIA DE REALIZAR PROYECCIONES FINANCIERAS

Consisten en **pronosticar** las ventas, gastos e inversiones de un periodo de tiempo, y traducir los resultados esperados en los estados financieros básicos: balance de situación, cuenta de resultados y presupuesto de Tesorería.

Así, se puede evaluar si la empresa es capaz de:

- Ofrecer una **buena rentabilidad** a sus dueños a través del conocimiento de los posibles dividendos que puede generar el proyecto de inversión
- **Pagar oportunamente** los vencimientos de los préstamos que pueda tomar

Para poder realizar una proyección de los estados financieros de una empresa hay que ser capaces de entender

su funcionamiento, la ventaja competitiva que le permite estar en el mercado, sus amenazas, los desarrollos tecnológicos (si los hubiera) que van a permitir nuevos productos de éxito, la competencia, etc. La lista podría ser casi infinita. A mayor información, mayor calidad de las proyecciones. Las **proyecciones financieras** son, en definitiva, la plasmación financiera del plan de negocio de la sociedad a valorar. Y sigue casi el mismo procedimiento que a la hora de realizar un presupuesto o un plan de viabilidad.

Por otra parte, plantea el inconveniente de que hay que realizar numerosas hipótesis para su cálculo. Conviene decir que resultaría idílico pensar que las proyecciones financieras que realizan dos individuos, de forma autónoma y separada, puedan ser iguales. Existe una gran carga subjetiva a la hora de pronosticar las expectativas de una empresa o de un sector. Por lo que la práctica sugerida al realizar estos ejercicios es el planteamiento de diferentes escenarios o análisis de sensibilidad, donde los planes de venta o de productividad no se logren alcanzar de manera óptima.

A la hora de fijar las hipótesis que permitirán la realización de las proyecciones están aquellas que tienen que ver con la evolución del proyecto desde el punto de vista operativo (ventas, costes, crecimientos, etc.) pero también aquellas decisiones que tengan que ver con la gestión financiera y que resultan fundamentales a la hora de evaluar los escenarios que se pueden producir y cuál de ellos lograría maximizar rentabilidades.

4.2 DECISIONES EN LA GESTIÓN FINANCIERA QUE MAXIMIZAN EL VALOR DE LA COMPAÑÍA

La gestión financiera está relacionada con la toma de decisiones relativas al tamaño y composición de los activos, al nivel y estructura de la financiación y a la política de los dividendos:

- La política de inversión
- La política de financiación
- La política de dividendos

4.2.1 POLÍTICA DE INVERSIÓN

Las decisiones de inversión son una de las grandes decisiones financieras. Se refiere a todas las decisiones referentes a las inversiones empresariales y van desde el análisis de las inversiones en capital de trabajo (tesorería mínima que se pide que mantenga la sociedad, condiciones financieras que podemos ofrecer a los clientes, condiciones de pago que podemos negociar con acreedores y proveedores, niveles de stock que necesita el proyecto mantener para poder ser viable, etc.) como a las inversiones de capital representado en activos fijos que el proyecto empresarial precisa (edificios, terrenos, maquinaria, tecnología, etc.).

4.2.2 DECISIONES DE FINANCIACIÓN

Para financiar un proyecto empresarial se puede recurrir a dos vías: el **capital** que invierten los accionistas, y la **financiación bancaria** que se pueda conseguir (dejamos al margen las subvenciones que el proyecto pueda captar). A la hora de elegir las proporciones de deuda y de capital en la financiación de un proyecto conviene conocer qué ventajas aporta cada tipo de financiación y qué consecuencias tiene en el funcionamiento de la empresa.

- El punto primero es que un mayor apalancamiento (mayor proporción de deuda) supone maximizar la rentabilidad que obtienen los accionistas.
- El siguiente punto es que los bancos suelen analizar bien hasta qué punto pueden asumir riesgos en la financiación de un proyecto empresarial. El departamento de riesgos de las entidades financieras no permite asumir más riesgos que los que entienden pueden asumir.
- El tercer punto tiene que ver con las obligaciones de pago de los compromisos estipulados con las entidades financieras. La posibilidad de recurrir en exceso a financiación bancaria, lo que aumentaría la rentabilidad de la inversión de los inversores, lleva aparejada la obligación de satisfacer las obligaciones a las que se compromete (pago de intereses y amortización del principal). Cuando no se puede cumplir con los plazos establecidos, la sociedad puede sufrir una situación concursal (suspensión de pagos). Por este motivo, es necesario tener un grado alto de seguridad de que se va a poder cumplir con las obligaciones de pago.

PRESENTACIÓN DE PROYECTOS EMPRESARIALES

Con estos conceptos más claros se estará en condiciones de incorporar al modelo de proyecciones, aquellas hipótesis que tengan que ver con la financiación.

En los apartados siguientes se comentarán conceptos básicos que tienen que ver con la financiación.

4.2.2.1 Estructura de Balance:

El **Balance** de una empresa presenta la siguiente estructura:

ACTIVO	PASIVO
Activo circulante	Exigible a corto plazo
Caja	Proveedores
Clientes	Otros deudores a c/p
Mercadería	Créditos a c/p
Activo fijo	Exigible a largo plazo
Inmuebles	Créditos a l/p
Equipos informáticos	Otros deudores a l/p
Elementos de transportes	Fondos propios
Maquinaria	Capital
	Reservas
	Beneficios

Como **primeros conceptos** que hay que tener en cuenta:

- Los **fondos propios siempre tienen que ser positivos**; si fueran negativos la empresa estaría en quiebra y no podría seguir funcionando.
- Cuanto **mayor sean los fondos propios mayor es la solvencia de la empresa**.
- El **activo circulante**, en la mayoría de los sectores, **debe ser mayor que el exigible a corto plazo**; si no fuera así, la empresa estaría en situación concursal (suspensión de pagos), no sería capaz de hacer frente a sus obligaciones de pago

del corto plazo. Sin embargo, depende de los plazos de cobro y pago del circulante y del exigible, respectivamente. Por ejemplo: el sector de distribución de grandes almacenes apenas tiene activo circulante porque sus clientes pagan al contado, mientras que el exigible es elevado como consecuencia de las condiciones de pago que obtiene de sus proveedores.

EMPRESA BONANZA

Estructura financiera correcta

FONDO DE MANIOBRA POSITIVO	ACTIVO CIRCULANTE	PASIVO C / P
	ACTIVO FIJO	PASIVO L / P

EMPRESA MONTIJO

Estructura financiera incorrecta

ACTIVO CIRCULANTE	PASIVO C / P	FONDO DE MANIOBRA NEGATIVO
ACTIVO FIJO	PASIVO L / P	

- Una empresa **puede estar en situación concursal** (problemas de liquidez), aun teniendo unos fondos propios muy elevados.
- Esta segunda idea actúa como norma general, pero en ciertas actividades **las empresas pueden funcionar con activo circulante inferior al exigible a corto plazo**.

La empresa debe contar con una estructura equilibrada entre **fondos propios y pasivo exigible**. No

existe una distribución óptima idéntica para cualquier empresa. La decisión entre qué porcentaje del pasivo deben ser recursos propios y qué parte exigible va a depender:

- De los **medios** con los que cuenten los accionistas, salvo que no les importe dar entrada en el capital a nuevos accionistas, lo que implica la pérdida de parte del control de la empresa.
- De la **elección** que haga la empresa entre solvencia y rentabilidad. En principio:
 - Mientras mayor es el volumen de fondos propios, mayor es la solvencia de la empresa, pero menor es su rentabilidad (medida en términos de $ROE = \text{Beneficios} / \text{Fondos propios medios}$).
 - Mientras mayor es el endeudamiento menor es la solvencia, pero mayor puede ser su rentabilidad sobre fondos propios.

4.2.2.2 Nivel de endeudamiento financiero

La empresa sólo debe recurrir al endeudamiento financiero cuando su apalancamiento sea positivo, es decir, el coste de los recursos ajenos sea inferior a la rentabilidad que obtiene de los mismos.

Por supuesto, también podrá (tendrá) que recurrir al endeudamiento cuando no le quede más remedio, en aquellos casos en que necesite fondos adicionales para poder seguir funcionando y los accionistas no puedan (o no quieran) invertir más dinero en la empresa.

El incremento del endeudamiento bancario conlleva:

- **Incremento del riesgo de la empresa:** la carga financiera que tendrá que ir pagando será mayor, por lo que si los ingresos no evolucionan correctamente, la empresa puede tener problemas para atender estos pagos.
- Derivado de este mayor riesgo, los tipos de interés que exijan los bancos por la financiación concedida irán aumentando, haciendo la **carga financiera aún más gravosa** para la empresa.
- Mayor será la **dependencia de la banca**. Hay que recordar que las entidades financieras suelen estar muy dispuestas a conceder créditos cuando la empresa va bien, pero cuando ésta va mal (que

es precisamente cuando más necesidad suele tener de esta financiación) las entidades financieras suelen “desaparecer”.

4.2.2.3 Nivel de fondos propios

Los fondos propios permiten a la empresa contar con un “colchón de seguridad” con el que poder absorber pérdidas que pudieran producirse, garantizando su supervivencia.

El nivel de fondos propios debe ser el adecuado: ni muy reducido (que debilite la estructura financiera de la empresa), ni excesivo, ya que, según hemos comentado, **puede penalizar la rentabilidad**.

Además, un nivel de fondos propios suficiente es un requisito necesario que van a exigir las entidades financieras para conceder financiación a la empresa.

El nivel de fondos propios de una empresa determina su solvencia: mientras mayores sean los fondos propios mayor será la solvencia de la empresa. Esto le permitirá estar mejor preparada para atravesar situaciones difíciles sin graves contratiempos.

Los fondos propios de la empresa proceden principalmente de dos fuentes:

- 1 Aportaciones de los socios
- 2 Beneficios retenidos por la empresa: la empresa decide, al cierre de cada ejercicio, qué parte de los beneficios obtenidos mantiene en la empresa y qué parte reparte a los accionistas en forma de dividendos.

No hay un nivel óptimo de fondos propios, sino que esto va a depender de:

- El **tipo de actividad** que realice la empresa. En muchos sectores los fondos propios vienen a representar más del 50% del Pasivo, mientras que hay otros, como es el caso de la banca, donde los fondos propios no suelen superar el 10% del Pasivo.
- **Elección entre solvencia y rentabilidad.** Mientras más elevados sean los fondos propios mayor

será la solvencia de la empresa, pero desde el punto de vista de rentabilidad puede que no sea una decisión óptima. Unos fondos propios muy elevados diluyen la rentabilidad que obtiene la empresa sobre los mismos.

Los fondos propios, en contra de lo que se puede pensar, **tienen un coste para la empresa**:

- Por una parte, la empresa tiene que pagar dividendos a los accionistas
- Una empresa en fase de expansión tendrá que ir aumentando sus fondos propios para que no se deteriore su estructura financiera y las entidades financieras sigan financiando una parte del balance.

4.2.2.4 Apalancamiento financiero

El apalancamiento financiero hace referencia a la utilización de recursos ajenos en la financiación de una empresa. Se pueden utilizar diversos ratios para medir el nivel de apalancamiento, entre ellos:

$$\text{Grado de apalancamiento} = \frac{\text{Recursos exigibles}}{\text{Total Pasivo}}$$

El apalancamiento puede ser:

- **Positivo**: si la rentabilidad de los activos en los que la empresa invierte los fondos obtenidos es superior al coste de dichos fondos. Por ejemplo: una empresa solicita un crédito bancario, a un tipo del 8%, e invierte esos fondos en un proyecto del que obtiene una rentabilidad del 10%.
- **Negativo**: si la rentabilidad de los activos en los que la empresa invierte los fondos es inferior al coste de dichos fondos. Por ejemplo: una empresa solicita un crédito bancario, a un tipo del 8%, e invierte los fondos en un proyecto del que sólo obtiene una rentabilidad del 5%.

Desde un punto de vista empresarial sólo tiene sentido el apalancamiento positivo, ya que el negativo disminuye el beneficio de la empresa. **El apalancamiento positivo contribuye a incrementar la rentabilidad de los fondos propios**. Por ejemplo: una empresa dispone de 10 millones de euros de recursos

propios que invierte en un proyecto del que obtiene un beneficio anual de 2 millones de euros.

$$\text{Rentabilidad fondos propios} = 2 / 10 = 20\%$$

Se le presenta la oportunidad de ampliar el proyecto en otros 10 millones, lo que elevaría el beneficio obtenidos hasta 4 millones de euros. Para ello solicita un préstamo a un tipo del 10%.

Beneficio del ejercicio = 4 - 1 (coste del préstamo) = 3 millones de euros.

$$\text{Rentabilidad fondos propios} = 3 / 10 = 30\%$$

Por tanto, el apalancamiento positivo ha permitido incrementar la rentabilidad de los fondos propios del 20% al 30%.

El nivel de apalancamiento, en todo caso, **no puede ser excesivo** ya que debilitaría la estructura financiera de la empresa. Los recursos ajenos tienen un coste, por lo que si estos recursos son muy elevados su coste será, asimismo, muy gravoso para la empresa. En periodos de caída de ventas la empresa difícilmente podrá hacer frente a dichos gastos, lo que le podría llevar a la suspensión de pagos.

4.2.2.5 Financiación externa frente a fondos propios

Cuando una empresa se encuentra en una fase de crecimiento, o va a afrontar un nuevo proyecto de inversión, se le presenta la disyuntiva de decidir qué tipo de recursos financieros utilizar. Y se puede decir que el número de situaciones reales que se dan es infinito.

También se puede afirmar con total seguridad que no existen dos balances iguales, y menos en cuanto a la composición del pasivo. Aunque siendo muy simplistas, los podríamos clasificar en tres grupos:

1. Aquellos que están **muy tensionados** porque tienen una proporción muy alta de recursos ajenos frente a los recursos propios
2. Los balances con un **correcto equilibrio** entre los recursos propios y recursos ajenos.

3. Por último, aquellos que poseen un **exceso de recursos propios** frente a los recursos ajenos.

Centrándonos un poco más en el último grupo, esa situación parece la deseada por un empresario que comienza o cualquier directivo que cuenta con recursos escasos, ya que están acostumbrados a gestionar con un alto nivel de endeudamiento.

Pero aunque se disponga de un volumen de recursos superior a la inversión a efectuar, no debemos olvidarnos de varias cuestiones básicas:

- El equilibrio del balance
- El coste de los recursos financieros de la empresa
- Lo más importante, el rendimiento sobre los recursos propios

Por lo tanto, en el trabajo de análisis de un proyecto empresarial o de cualquier inversión, se debe **diseñar una estructura de balance previsto** que permita alcanzar los siguientes objetivos estratégicos:

- a) Aportar la suficiente estabilidad a la compañía
- b) Garantizar la viabilidad
- c) Optimizar el coste de los recursos financieros de la empresa
- d) Maximizar el rendimiento de los recursos propios

Las empresas que prefieren evitar el endeudamiento

financiero (apalancamiento), soportan un sobrecoste de los recursos financieros de la empresa y, además, no maximizan el rendimiento de los recursos propios. Como conclusión, podemos observar cómo una empresa, en base a una correcta política de endeudamiento, consigue sus objetivos estratégicos, al aportar estabilidad al pasivo de la empresa, reduciendo el coste de los recursos financieros y maximizando el valor para el accionista.

4.2.3 POLÍTICA DE DIVIDENDOS: EL *PAY-OUT*

Indica el porcentaje de los beneficios que la empresa reparte a sus accionistas como dividendos:

$$\text{Pay-out} = \text{Dividendos} / \text{Beneficio neto}$$

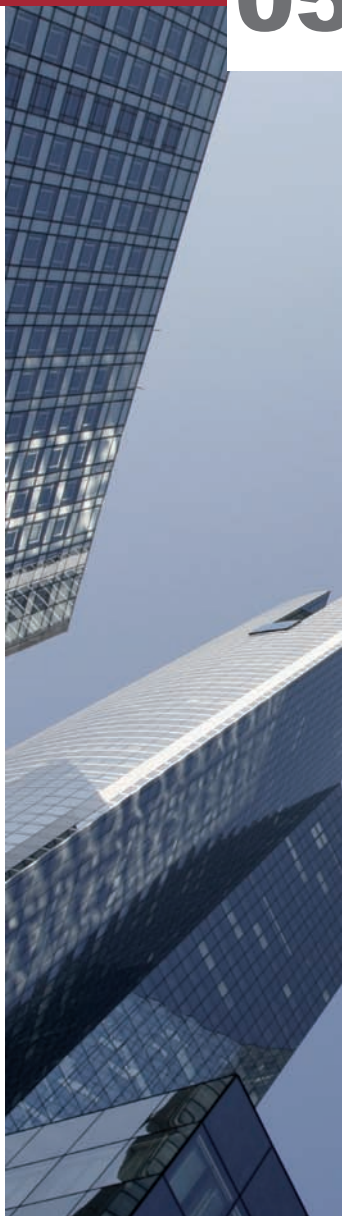
¿Qué porcentaje de *pay-out* es el adecuado? No hay una respuesta única, sino que dependerá de la situación de cada empresa.

Una empresa en plena fase de expansión, que tiene que acometer importantes inversiones, lo lógico es que su *pay-out* sea bajo y retenga la mayor parte del beneficio dentro de la empresa para financiar su crecimiento.

En el caso de una empresa madura, cuyas inversiones previstas son limitadas, su *pay-out* debería ser

VALORACIÓN DE PARTICIPACIONES EMPRESARIALES

05



Una vez el inversor ha realizado las proyecciones financieras del proyecto empresarial que está estudiando, llega el momento de decidir qué posible valoración tiene la empresa estudiada. ¿Qué cantidad está en condiciones de aportar como inversor a cambio de qué porcentaje de la compañía?

En este punto cabría reseñar que un inversor no aplica los mismos criterios a la hora de invertir su dinero si el proyecto es un proyecto de inversión sin historia o en una fase muy inicial que los criterios que aplicaría para valorar compañías que tengan una historia que permita afirmar el éxito de la fórmula empresarial.

En los casos en los que el proyecto a analizar sea muy incipiente o no haya historia que lo compruebe, el inversor que pueda valorar su incorporación al proyecto, aportará un cifra suficiente para lanzar el proyecto durante 2 ó 3 años (o menos) pero que serán, con alta probabilidad, insuficientes para alcanzar el crecimiento que se pueda esperar.

Si el proyecto se confirma durante los primeros años de vida el inversor que invirtió en un momento inicial, tendrá la oportunidad de desinvertir con una alta rentabilidad para dar entrada a otro inversor, o podrá permanecer en el proyecto durante más tiempo.

A medida que el proyecto vaya cumpliendo etapas, y vaya llegando a fases de crecimiento o a fases de consolidación, las valoraciones se harán en base al método de descuentos de flujo de fondos o al método de múltiplos comparables.

Los conceptos de VALOR y PRECIO

Una empresa tiene distinto valor para diferentes compradores y para el vendedor o vendedores. El precio es la cantidad a la que el comprador y el vendedor, tras una mayor o menor negociación, acuerdan realizar una operación de compra-venta.

El proceso de valoración tiene como finalidad determinar un rango de valores razonables dentro del cual puede situarse el valor de un determinado negocio. En consecuencia, se trata de una estimación que en ningún caso lleva a determinar una cifra única y exacta. Dicho proceso de valoración tiene por objeto determinar el **valor intrínseco** de un negocio y no su valor de mercado o precio.

Una empresa también podrá tener diferente valor en función de las diferentes expectativas de crecimiento de cada uno de los agentes que la valoren.

5.1 ¿PARA QUÉ SIRVE UNA VALORACIÓN DE UNA EMPRESA PARA UN INVERSOR?

Una valoración sirve para conocer el valor intrínseco del negocio a la hora de plantar escenarios de negociación. El inversor invertirá una cifra a cambio de un porcentaje determinado del capital de la sociedad. En función del análisis que se haya realizado desde el punto de vista de su posicionamiento estratégico (punto 2 de esta Cápsula), el análisis financiero histórico (punto 3 de esta Cápsula), y las proyecciones financieras que de dichos análisis se desprendan, se obtendrá un valor de la compañía y un valor de las acciones. Esa valoración servirá para negociar el precio de una participación en la compañía.

5.2 MÉTODOS DE VALORACIÓN DE EMPRESAS

Existe en la práctica un gran número de métodos de valoración que pueden clasificarse de diferentes

maneras. La principal clasificación hará referencia a la mayor importancia que se le dé a las expectativas de futuro de la sociedad. Podríamos clasificar los métodos de valoración en **estáticos** y **dinámicos**. Los primeros se basan en valorar la situación del pasado y la actual del negocio, mientras que los dinámicos valoran los negocios de acuerdo, solamente, con las expectativas futuras. Encontramos también unos métodos mixtos que tienden a tener en cuenta tanto el balance de la empresa como su fondo de comercio.

De acuerdo con esta clasificación, se pueden considerar como más habituales los siguientes métodos de valoración:

5.2.1 MÉTODOS ESTÁTICOS

Son métodos basados en el balance. Estos métodos tratan de **determinar el valor de la empresa a través de la estimación del valor de su patrimonio**. Proporcionan el valor desde una perspectiva estática que no tiene en cuenta la posible evolución futura de la compañía, el cambio del valor del dinero con el paso del tiempo, ni otros factores como pueden ser: la situación del sector, problemas de recursos humanos, de organización, contratos, etc., que no se ven reflejados en los estados contables.

Entre estos métodos podemos encontrar:

– **Valor teórico contable:** Es el valor de los recursos propios que aparece en el balance (capital más reservas). El Valor Neto Patrimonial se puede definir como el valor contable de los activos menos el valor contable de las deudas (los pasivos). Se entiende por activos los bienes y derechos que tiene la empresa (inmovilizado, existencias, cuentas a cobrar, tesorería, etc.) y por pasivos, las deudas que tiene contraídas la empresa con terceros, es decir, deudas bancarias, deudas con proveedores, deudas con organismos oficiales, etc.

Este valor **se debe utilizar únicamente como primer valor de referencia**, dado que pueden existir activos valorados contablemente a coste de adquisición, con un precio de mercado muy superior a éste

y, por el contrario, otros activos con cierto valor contable que por causas de obsolescencia técnica tengan un valor de recuperación nulo o casi nulo.

– **Valor teórico contable ajustado:** Este método ajusta los activos y pasivos a su valor de mercado. Se trata de salvar el inconveniente que supone la aplicación de criterios exclusivamente contables. Para llevar a cabo este análisis es necesario ir analizando cada partida del activo y del pasivo de la empresa que se quiere valorar, identificando en cada caso las posibles diferencias que pudieran existir entre el valor contable y el valor de mercado de las mismas.

– **Valor de liquidación:** Es el valor de la empresa en el caso de que se proceda a su liquidación, es decir, que se vendan sus activos y se cancelen sus deudas. Como ya se ha indicado, este método **sólo tiene validez si efectivamente se va a proceder al cese de la actividad y a vender, conjuntamente o por separado, todos los activos realizables, y se van a satisfacer todos los pasivos.**

Básicamente sigue la misma filosofía que el Valor Neto Patrimonial Ajustado, con la única diferencia de tener que calcular los costes inherentes al cese de la actividad. El más significativo de estos costes es el de despido del personal (indemnizaciones), aunque podrían existir otros tales como sanciones por incumplimiento de contratos, devolución de subvenciones por la no realización de las inversiones para las que fueron concedidas, etc.

– **Valor substancial:** El valor substancial representa la inversión que debería efectuarse para constituir una empresa en idénticas condiciones a la que se está valorando.

5.2.2 MÉTODOS DINÁMICOS

A. Basados en el descuento de flujos de fondos

Tratan de determinar el valor de una empresa a través de la estimación de los flujos de dinero –*cash flows*– que generará en el futuro, para luego, descontarlos a una tasa de descuento apropiada según el riesgo de dichos flujos. Se basan en el pronóstico detallado y cuidadoso, de cada una de las partidas financieras que se vinculan con la generación de los *cash flows*

correspondientes a las operaciones de la empresa. Es el único método de valoración conceptualmente correcto.

B. Métodos de los múltiplos

Estos métodos tratan de determinar el valor de la empresa a través de la magnitud de los beneficios, de los dividendos, de las ventas o de otro indicador.

El método proporciona una cifra considerada como la relación entre el valor de la compañía (ventas, beneficios, etc.) y el valor de mercado de las acciones o el valor de la empresa. No son una medida de valor absoluto, pero permiten establecer un valor relativo.

Las empresas seleccionadas para la valoración por múltiplos, deben ser comparables con la empresa a valorar, tanto desde el punto de vista del sector en el que desarrolle su actividad como desde el punto de vista de tamaño, y similitudes financieras. Las empresas seleccionadas a la hora de aplicar múltiplos pueden proceder de dos ámbitos principalmente:

- Pueden ser empresas que coticen en Bolsa. Los datos utilizados para las comparaciones suelen estar al alcance de cualquier analista por la necesaria información que estas empresas han de dar al mercado.
- Pueden ser empresas que hayan sido objeto de operaciones de valoración. Los datos utilizados para las comparaciones provienen de operaciones financieras de *private equity* (Capital Riesgo).

Asimismo los datos a comparar y que nos ofrecerán los múltiplos a aplicar a la empresa a valorar pueden ser de dos tipos:

1. Datos provenientes de los estados financieros de las compañías.
2. Datos no financieros muy relacionados con el valor del negocio.

B.1. Múltiplos financieros de compañías comparables

– **Múltiplos de beneficios (PER):** Según este método el valor de las acciones se obtiene multiplicando

el beneficio neto anual por un coeficiente denominado PER (iniciales de *Price Earnings Ratio*).

– **Valor de los dividendos:** Según este método, el valor de una acción es el valor actual de los dividendos que esperamos obtener de ella.

– **Múltiplos de ventas:** Consiste en calcular el valor de una empresa multiplicando sus ventas por un número. Por ejemplo: es habitual calcular el valor de una farmacia multiplicando por 2 sus ventas.

– **Múltiplos de EBITDA:** Dado que el EBITDA es una aproximación a la caja que genera las operaciones de un negocio. Es habitual que sea un indicador al que se le aplique un múltiplo con el fin de calcular el valor de un negocio. Su principal ventaja es que es independiente de las estructuras financieras de las empresas comparadas.

– **Otros múltiplos:** Cualquier otro múltiplo que se crea relevante.

B.2. Múltiplos no financieros de compañías comparables

Esta metodología relativa de valoración es también similar a la de los múltiplos comparables, con la diferencia de que los datos utilizados como referencias no están basados en variables financieras (Cuenta de Pérdidas y Ganancias, Balance, Estado de Flujo de Caja), sino en otros índices comerciales y de negocio fuertemente unidos al valor de la compañía.

Por ejemplo: es frecuente valorar estacionamientos de automóviles multiplicando el número de plazas por un coeficiente (múltiplo), o valorar empresas de seguros multiplicando el volumen anual de primas por un coeficiente (múltiplo), o hacer valoraciones rápidas de empresas cementeras multiplicando su capacidad productiva anual (o sus ventas) en toneladas por un coeficiente (múltiplo).

5.3 ¿QUÉ MÉTODO ESCOGER?

Podemos imaginar dos empresas con idénticos balances y cuentas de resultados, pero con distintas perspectivas: una con un gran potencial de crecimiento de ventas, beneficio y margen, y la otra en una situación estabilizada y con gran competencia.

Todos estaríamos de acuerdo en dar mayor valor a la primera empresa que a la segunda, a pesar de que sus balances y cuentas de resultados históricos sean idénticos. El valor las acciones de una empresa, suponiendo su continuidad, proviene de la capacidad de la misma para generar dinero, esto es, el *cash flow*.

Por tanto, el método más apropiado para valorar es el de descontar los flujos futuros de fondos esperados, ya que el valor de las acciones de una empresa proviene de la capacidad de la misma para generar dinero (flujos) para los propietarios accionistas. Una vez realizada la valoración utilizando el descuento de flujos puede resultar interesante la comparación que se obtiene con algunos múltiplos de empresas comparables con el objeto de validar los resultados obtenidos contrastándolos con los múltiplos de operaciones comparables.

5.4 FLUJOS DE CAJA DESCONTADOS (DCF)

5.4.1 INTRODUCCIÓN. EL MÉTODO GENERAL DE VALORACIÓN

El método de los flujos de caja descontados (DCF) valora un proyecto de inversión en función de los flujos de caja que éste genera teniendo en cuenta los distintos periodos en los que dichos flujos se generen. A los flujos de caja se descuentan a una tasa de descuento determinada en función del coste de los recursos utilizados para llevar a cabo el proyecto. El método DCF es ampliamente utilizado para estimar el valor de un negocio. Es un método dinámico que toma en consideración el valor del dinero a través del tiempo y permite considerar explícitamente rendimientos y comportamientos futuros. Las valoraciones por DCF son muy sensibles a pequeños cambios en algún dato inicial, así se proporciona al analista metódico una herramienta muy poderosa.

$$V = \frac{CF_1}{(1+k)^1} + \frac{CF_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{CF_n + VR_n}{(1+k)^n}$$

Esta es la fórmula del DFC donde:

V = Valor

CF_i = Flujo de Caja generado por la empresa en el periodo i

k = Tasa de Descuento

VR_n = Valor Residual de la empresa en el periodo n

5.4.2 OBTENCIÓN DE LOS FLUJOS DE CAJA. PROYECCIONES FINANCIERAS

Como paso previo a la obtención de los flujos de caja a descontar, el inversor deberá haber realizado la proyección financiera comentada en el punto 4 de esta Cápsula.

5.4.3 ¿POR QUÉ LOS FLUJOS DE CAJA? CASH FLOW Y BENEFICIO

“El beneficio es sólo una opinión, pero el cash flow es un hecho”

Beneficio: Cuestiones tales como la periodificación de gastos, el tratamiento de la amortización, el cómputo del coste del producto a través de la valoración del stock, las previsiones de impagados, etc., nos lleva a utilizar la cifra del beneficio sin un conocimiento total de las hipótesis que se han tomado.

Cash flow. Otra posibilidad es utilizar la medida objetiva, que no esté sujeta a un criterio particular. Se trata de la diferencia entre las entradas y las salidas de caja, también llamado flujo de caja o *cash flow*. Se utilizan dos definiciones de *cash flow* en sentido estricto: el **cash flow disponible para las acciones (CFac)** y el **free cash flow (FCF)** o *cash flow* libre.

- El **Free Cash Flow (FCF)** es el flujo de fondos operativo, sin tener en cuenta el endeudamiento (deuda financiera), después de impuestos.
- El **Cash Flow disponible para las acciones (CFac)** se calcula restando al *Free Cash Flow (FCF)* los pagos de principal e intereses (después de impuestos) y sumando las aportaciones de nueva deuda.

Si podemos decir que una empresa mejora y que “genera riqueza” para los accionistas cuando ambos

cash flows mejoran. En función de los flujos de caja con el que se decida, se le aplicará una u otra tasa de descuento.

- El **Flujo Libre de Caja (FCF)** se descontará la tasa denominada WACC (*Weighted Average Capital Cost*), es decir, la tasa que proviene de la media ponderada del coste de los recursos propios y de los recursos ajenos. A través de esta vía obtendremos el valor de la compañía (*Enterprise Value* = Valor de la acciones + Deuda)
- El **Flujo de Caja para las Acciones** se descontará con la tasa K_e , es decir, la tasa que proviene del coste de los recursos propios. A través de este método obtendremos el valor de las acciones (*Equity Value*)

5.4.4 FLUJO DE CAJA LIBRE PARA LA EMPRESA (FCF)

Es el flujo de fondos generado por las operaciones después de impuestos, sin tener en cuenta el endeudamiento de la empresa, es decir, sin restar el coste de los intereses de la deuda para la empresa. Es, por lo tanto, el dinero que queda disponible en la empresa después de haber cubierto las necesidades de inversión en activos y NOF suponiendo que no existe deuda. Se entiende por **NOF (Necesidades Operativas de Fondos)** el resultado de restar al Activo Circulante Operativo, el Pasivo Circulante Operativo.

El Flujo de Caja Libre para la Empresa (FCF) consiste en la caja disponible para todos los proveedores de fondos de la empresa con el fin de:

- Pagar intereses y devolver el principal de los préstamos
- Incrementar el saldo de caja u otras inversiones
- Pagar dividendos o recomprar acciones

Se calcula de la siguiente manera:

	Beneficio después de impuestos
+	Amortización
-	Aumento NOF (activo circulante neto)
-	Aumento de los gastos amortizables
-	Inversiones en activo fijo
+	Intereses (1-T)
+	Valor contable de los activos retirados o vendidos
	FCF (<i>free cash flow</i> o <i>cash flow</i> libre)

Una vez se ha calculado el Flujo de Caja Libre para la firma, se han de tomar en cuenta los valores no reflejados en él tales como empresas participadas y otras inversiones, que han de ser añadidas para estimar el valor total de la empresa ($V = E + D$). El Valor de la Empresa (V) se podrá descomponer en dos valores: Valor de las acciones o *Equity* (E) y Valor de la Deuda (D).

Con el fin de reducir la incertidumbre implicada en las predicciones de flujos de caja, los factores que más impacto tendrán en los resultados financieros de la empresa (y así, en las proyecciones de flujos de caja) han de ser profundamente estudiados y entendidos. Un análisis de sensibilidad sobre estos factores (de éxito) permite el asesoramiento sobre su impacto el valor de la empresa.

5.4.5 HORIZONTE TEMPORAL. VALOR RESIDUAL

La determinación del horizonte temporal de las proyecciones a efectuar dependerá, en primer lugar, de la duración del negocio; si ésta es limitada (por ejemplo, una concesión), el periodo proyectado deberá abarcar toda la vida del negocio. Si, por el contrario, la duración es ilimitada es conveniente dividir el horizonte temporal en dos periodos:

- Un **primer período** determinado para el cual se efectúan proyecciones explícitas y que, teóricamente, debe abarcar un tiempo suficiente para que la rentabilidad generada por las inversiones se estabilice igualándose al coste del capital. En la práctica, este primer periodo suele oscilar entre 5 y 10 años.
- Un **segundo período** indeterminado, y que comienza donde termina el anterior, para el cual se obtiene una estimación que se conoce como valor residual del negocio. Un procedimiento simplificado para considerar una duración infinita de los flujos futuros a partir del año n es suponer una tasa de crecimiento constante (g) de los flujos a partir de ese periodo y obtener el valor residual en el año n aplicando la fórmula simplificada de descuento de flujos indefinidos con crecimiento constante:

$$VR_n = \frac{CF_n \times (1 + g)}{(k - g)}$$

Donde:

VR_n = Valor Residual en el periodo n

CF_n = Flujo de Caja generado por la empresa en el periodo n

k = Tasa de Descuento

g = tasa de crecimiento constante

5.4.6 COSTE DE CAPITAL

Una vez se han calculado los flujos de caja libres esperados para cada año, se ha de estimar su valor actual. La tasa utilizada para actualizar los flujos de caja futuros al valor actual consiste en el coste de capital (las exigencias de los proveedores de capital).

Si la tasa de descuento no se ha determinado con precisión, el valor actual de los flujos de caja futuros resultará demasiado alto o demasiado bajo. **El Coste de Capital Medio Ponderado (WACC)** es la media de las diversas fuentes de financiación de la compañía, ponderada según el valor de mercado de cada una de las fuentes de financiación (recursos propios y ajenos).

$$WACC = \frac{(E \times K_e) + (D \times K_d)}{(E + D)}$$

Donde:

E = Valor de mercado de los recursos propios

K_e = *Cost of Equity* = Rendimiento esperado por los accionistas

D = Valor de mercado de la deuda

K_d = *Cost of Debt Before Tax* = Rendimiento esperado por los acreedores, ajustado según el efecto de la deuda sobre los impuestos

El coste de la deuda (K_d)

Es la tasa de interés que la compañía ha de pagar por los préstamos y créditos recibidos. Es posible calcular por separado el coste de cada componente de los recursos ajenos, aunque en la práctica se utiliza una media general del coste de la deuda. El coste ha de reflejar las tasas actuales de interés del mercado

interbancario y su *spread* ($\beta_d P_M$) que refleja el riesgo de crédito de la compañía.

El coste de los recursos propios (K_e)

Consiste en los rendimientos totales esperados por los participantes del capital social de la empresa. Cuanto más riesgo presente la compañía, más rendimientos serán esperados.

El método más comúnmente utilizado para calcular el coste de los recursos propios es el *Capital Asset Pricing Model* (CAPM).

$$K_e = R_F + \beta P_M$$

Siendo:

R_F = Tasa libre de riesgo

P_M = Prima de Riesgo del Capital

β = Factor Beta del Capital

- **La tasa libre de riesgo (R_F):** Esta tasa es generalmente considerada como el rendimiento actual de los bonos del tesoro público.
- **La prima de riesgo del capital (P_M):** Consiste en una medida de riesgos futuros calculada como el rendimiento esperado futuro del mercado menos la tasa libre de riesgo. Es el componente del coste de los recursos propios más difícil de calcular. Las estimaciones de esta prima varían en función de la industria que se esté analizando y según la percepción subjetiva del riesgo del propio inversor.
- **El factor beta del capital (β):** Es una pura medida de riesgo generalmente utilizada en el modelo CAMP y para estimar la contribución de un valor en una cartera diversificada. El riesgo inherente a un negocio puede ser dividido en dos factores con el fin de obtener un cálculo de una β mejor y más consistente que permite comparaciones entre compañías y mercados. La beta de una acción (i) es igual a la covarianza entre el rendimiento de la misma y el rendimiento del mercado, dividido entre la volatilidad (medida por la desviación típica) del rendimiento del mercado. Una beta igual a 1 significa que si el mercado experimenta una subida

del 5%, entonces el precio de las acciones de la compañía subirán también un 5%. Una beta igual a 2 implica que si el mercado sube un 5%, el precio de las acciones se verá incrementado en un 10%.

5.5 VENTAJAS Y DESVENTAJAS DE LAS VALORACIONES POR DCF

Ventajas de las valoraciones por DCF

- El DCF es un método de valoración bastante sofisticado. Con suposiciones precisas un DCF resultaría en mejores estimaciones que cualquier valoración relativa.
- El DCF estima el valor "intrínseco" del negocio en términos absolutos.
- Utilizando la metodología del DCF, es posible llevar a cabo análisis de escenarios que permitan estudiar el impacto en el valor de la empresa de factores no específicos de la compañía. Esto es, sin duda, una de las herramientas de análisis más poderosas.
- La compañía se ve forzada a predecir explícitamente el perfil de sus flujos de caja, con el fin de localizar y gestionar todos los aspectos del negocio y los factores estratégicos a los que se tendrá que enfrentar en el futuro.

Inconvenientes de las valoraciones por DCF

- Debido a la sofisticación ya mencionada del método DCF, se han de realizar muchos más supuestos (en comparación con los múltiplos de valoración relativos) con el fin de obtener una valoración precisa.
- Los numerosos supuestos que se hallan tras una valoración por DCF hacen que se requiera mucho tiempo en la tarea de defenderlas frente al equipo ejecutivo de la empresa.
- Las magnitudes y la cronología de los flujos de caja, así como la tasa de descuento, están sujetos a repentinos cambios. Un pequeño error en las predicciones de los atributos de los flujos de caja y de la tasa de descuento tendría un efecto considerable en el valor resultante.

- En muchos casos, alrededor del 80% del valor se encuentra tras el periodo explícito proyectado y ha de ser calculado utilizando técnicas de valor residual. Como ya se explicó antes, estas técnicas normalmente resultan en aproximaciones brutas del valor, y han de ser consideradas como tales.

5.6 LOS ERRORES MÁS COMUNES EN VALORACIONES

Los errores que se cometen, más a menudo, podemos agruparlos en 3 varios grandes grupos:

A. ERRORES A LA HORA DE CALCULAR LOS FLUJOS DE CAJA DE LA COMPAÑÍA

A.1 Excesivo optimismo a la hora de calcular los flujos de caja

- No ser rigurosos en la correcta proyección en el tiempo de la ventaja competitiva de la empresa es uno de los mayores errores que se cometen.

Por este motivo, es tan importante conocer con el mayor detalle posible el sector, la empresa, la competencia y el mercado para poder ser lo más realista posible con la proyecciones.

A.2 Por una mala definición de los Flujos de Caja

- Tomar el Resultado Neto como un flujo de caja.
- Considerar el resultado Neto más las Amortizaciones un Flujo de Caja.
- No tener en cuenta los incrementos y decrementos de Fondo de Maniobra a la hora de calcular los flujos de caja.
- Olvidar incluir el valor de los activos no operativos. El valor de las acciones de una empresa es el valor actual de los *cash flows* esperados para los

accionistas más el valor de los activos no operativos.

A.3 Errores por no proyectar los Balances, sólo hacerlo con la Cuenta de Resultados

- No poder calcular los incrementos y decrementos de Fondo de Maniobra a la hora de calcular los flujos de caja.
- No tener en cuenta la financiación del incremento de activos. Hemos de conocer la deuda que realmente necesitará tener la sociedad para cada uno de los periodos proyectados. La deuda es parte del *cash flow* para los accionistas (Cfac).
- A la hora de calcular los intereses a los que tendrá que hacer frente la compañía se requiere conocer la deuda además del coste.

B. ERRORES A LA HORA DE CALCULAR EL VALOR RESIDUAL

B.1 Utilizar una fórmula incorrecta

B.2 Un flujo de caja inconsistente para el cálculo del valor de la perpetuidad

Por ejemplo: que el flujo de caja utilizado haya sido obtenido una año con casi nula inversión en activos cuando es una sociedad que permanentemente ha de realizar inversiones.

C. ERRORES ACERCA DE LA TASA DE DESCUENTO Y DEL RIESGO DE LA EMPRESA

Errores en el cálculo del WACC

- Utilizar una fórmula incorrecta.
- Calcular el WACC utilizando valores contables de deuda y acciones.
- Valorar todos los negocios de una empresa diversificada utilizando el mismo WACC.
- Calcular el WACC sin conocer la evolución del valor de las acciones y de la deuda.

06

INTERPRETACIÓN DE LOS RESULTADOS

6.1 *BENCHMARKING* DEL VALOR OBTENIDO: COMPARACIÓN

Una vez obtenido un rango del valor de la compañía a través de los descuentos de flujos de fondos, conviene compararlo con los valores de transacción de compañías comparables. La lógica que se esconde tras esta técnica es la misma que la perteneciente a los múltiplos de valoración, pero con la diferencia de que los datos utilizados en las comparaciones provienen de operaciones financieras privadas.

La consecuencia es que se añade al proceso la dificultad de encontrar información apropiada y fiable de compañías que tradicionalmente pueden ser (o haber sido) bastante opacas. Además, generalmente es más complicado conseguir datos suficientes de la operación y por diversos motivos (intereses ocultos, sinergias especiales, etc.) los precios y, por tanto, los múltiplos sobre este tipo de empresas suelen ser más volátiles.

En contraposición a lo anterior, cuando se consigue recopilar información suficiente para preparar un grupo de múltiplos, el análisis resultante tiende a ser muy relevante ya que las compañías que están siendo comparadas son generalmente más similares en términos de tamaño y características que en los casos en que las comparaciones son establecidas basándose en compañías cotizadas (generalmente mucho más grandes de tamaño y con un funcionamiento diferente).

El procedimiento seguido para aplicar puede ser dividido en tres pasos:

Paso 1: Identificación y selección de compañías comparables

En este primer paso, se localizan y seleccionan las compañías que pertenecen al mismo segmento de mercado y/o comparten características de negocio similares con la empresa bajo valoración. Es fundamental analizar sus modelos de negocio y estructuras financieras, así como sus estrategias y posibilidades de crecimiento futuros para poder llegar a la conclusión de que son verdaderamente comparables. Aunque es casi imposible hallar dos compañías perfectamente comparables, es posible alcanzar un grado razonable de comparabilidad.

En primer lugar, es necesario determinar los criterios de selección, considerando, entre otros, los siguientes aspectos:

- Sector de mercado y tamaño de la compañía
- Mercado geográfico
- Cuota de mercado
- Estructura de la compañía
- Diversificación de los productos/servicios
- Expectativas de crecimiento
- Márgenes, rentabilidad, inversiones requeridas, etc.

Después, a partir de los criterios arriba mencionados, se realiza la selección de compañías comparables. Cuando no existen compañías comparables en un sector de mercado dado, puede ser posible utilizar compañías que presenten cifras similares (márgenes, crecimiento, tamaño) para una valoración relativa, a pesar de que no pertenezcan al mismo sector de mercado.

Paso 2: Cálculo de múltiplos

Una vez se haya identificado el grupo de compañías comparables, es necesario decidir qué múltiplos proporcionarán una medida más precisa de valor para las compañías bajo consideración. Con este propósito, es imprescindible entender perfectamente la actividad de todos los negocios e interpretar correctamente

sus estados financieros. Frecuentemente, es necesario ajustar la información financiera con el fin de obtener una perspectiva justa y comparable del negocio, debido a diferencias en las políticas contables, diferencias en la operatoria del negocio, la existencia de activos extraoperativos, etc.

Los múltiplos de valoración son frecuentemente criticados por no considerar explícitamente varios de los índices de rentabilidad de un negocio tales como rendimiento requerido, crecimiento, ROIC, etc. Sin embargo, la ventaja radica en que todos estos índices se encuentran realmente incorporados en una mera cifra, la cual, discutiblemente, permite establecer unos juicios de valor más efectivos

Paso 3: Valoración y comparación con los resultados obtenidos a través del método de DFC

Una vez que se han seleccionado las medidas de valor y los ajustes más apropiados con el fin de asegurar la consistencia del proceso, se puede calcular el valor de la compañía multiplicando cada múltiplo por las cifras pertinentes de la compañía (que podrían, a su vez, necesitar ajustes para obtener un valor justo y verdadero de la compañía). Y dicho resultado se compara con los datos obtenidos a través de descuento de flujos.

6.2 ANÁLISIS EN DIFERENTES ESCENARIOS O HIPÓTESIS

Hemos visto que existen muchas variables que afectan a la valoración que se realice de una empresa y hemos visto que existe un importante componente subjetivo a la hora de valorar las expectativas de futuro de un negocio.

Una vez el inversor ha realizado la valoración con el escenario que entendemos más probable, vale la pena hacer el ejercicio de proponer otros escenarios posibles aunque menos probables a ojos de la persona responsable de la valoración. Por ejemplo, sobre un escenario base puede ocurrir que las ventas de la empresa sean inferiores, o superiores; también puede

PRESENTACIÓN DE PROYECTOS EMPRESARIALES

sucedier que debido a un incremento de la materia prima no trasladable a precios de venta reduzca sensiblemente el margen bruto, etc.

Desde luego, este hecho y otros modificarán los flujos de caja que hayamos calculado en nuestro caso base. El trabajar con diferentes escenarios nos ofrece una información de incalculable valor en relación con las necesidades de financiación de la sociedad y en relación a la valoración de la empresa.

Análisis de Sensibilidad

También es una herramienta importante hacer algún tipo de análisis de sensibilidad que permita tener rangos de valoración.

Ejemplo: Vemos un análisis de sensibilidad de una valoración en función de 2 variables:

1. La tasa de descuento WACC
2. La tasa de crecimiento perpetuo de los flujos libres de caja (g) para calcular el valor residual.

		g					
		0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%
WACC	6,0%	22.074	24.193	26.897	30.466	35.396	42.647
	7,0%	21.138	23.156	25.730	29.128	33.819	40.715
	8,0%	20.250	22.173	24.626	27.862	32.327	38.888
	9,0%	19.410	21.243	23.580	26.663	30.915	37.159
	10,0%	18.612	20.360	22.589	25.527	29.578	35.522
	11,0%	17.856	19.523	21.648	24.450	28.310	33.972
	12,0%	17.137	18.729	20.756	23.428	27.109	32.503
	13,0%	16.455	17.974	19.910	22.459	25.969	31.110

Podríamos establecer un rango de valor de la empresa de entre 20.360.000 euros y 27.862.000 euros.

SOCIO INDUSTRIAL VS SOCIO FINANCIERO

07

Vamos a ver las diferentes características entre socios industriales y socios financieros a la hora de evaluar un proyecto de inversión. No todos los inversores ponen el énfasis de su análisis en las mismas variables.

De una forma resumida veremos las características que definen el análisis que realizará un inversor en función de su condición de inversor industrial o financiero.

SOCIO INDUSTRIAL		SOCIO FINANCIERO	
Objetivos Estratégicos <ul style="list-style-type: none"> • Sinergias Operativas. • Aplicación de economías de escala. • Complementariedad geográfica. • Diversificación. • Control de los canales. 	Objetivos	Objetivos Financieros <ul style="list-style-type: none"> • Empresa con productos/servicios que presenten ventajas competitivas y un concepto de negocio atractivo. • Un proyecto de futuro sólido. • Un TIR mayor del 20%. 	
Valoración estratégica	Valoración	Valoración financiera	
Control total	Gestión	Sin injerencia en la gestión diaria	
Permanente (L/P)	Horizonte de Inversión	Medio Plazo (4-7 años)	
Lento y burocrático	Tipo de proceso	Rápido y confidencial	

PRESENTACIÓN DE PROYECTOS EMPRESARIALES

A la hora de presentar un proyecto de inversión a un posible inversor, se deberá poner énfasis en aquellas variables que puedan interesar más a dicho inversor. Un posible inversor industrial sabrá detectar con mucha más rapidez las expectativas que tiene el proyecto, por cuanto puede conocer el sector en el que se desarrolle, o puede operar en mercados conocidos, o puede tener un conocimiento importante acerca de los canales de distribución. El mayor conocimiento es equivalente a un menor riesgo percibido por el inversor frente al proyecto, y por lo tanto, una mayor valoración de éste. Por este motivo, el socio industrial en teoría es capaz de pagar más que un socio financiero a la hora invertir.

El horizonte temporal es a más largo plazo por lo que no estará tan influenciado por determinadas variables coyunturales. Verá por un lado el valor del negocio que adquiere, las sinergias que comporta su inclusión

en el Grupo, y las capacidades directivas del capital humano que pueda incorporar a la matriz.

El socio industrial suele analizar proyectos de inversión desde el punto de vista de su cadena de valor, de las sinergias que se puedan crear, de la complementariedad de mercados, productos. Suelen estudiar inversiones que fortalezcan sus puntos débiles o que refuercen las fortalezas que poseen.

El socio financiero lo hará desde la perspectiva de su rentabilidad en un periodo más corto, y puede forzar determinadas decisiones en aras a lograr una rentabilidad superior durante los primeros ejercicios. Tendrá una percepción mayor del riesgo del negocio, tomará decisiones de gestión financiera tendentes a maximizar su rentabilidad durante el periodo de permanencia en el proyecto que deberá ser superior al 20% anual (normalmente) para compensar posibles proyectos fallidos en los que también participe.

SOCIO INDUSTRIAL

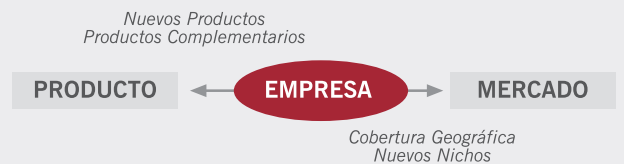
INTEGRACIÓN VERTICAL

Se produce cuando se asocian empresas que no son competidoras y que se dedican a diferentes etapas de un proceso productivo.



INTEGRACIÓN HORIZONTAL

Se origina cuando empresas que producen productos o servicios similares se unen en una sola compañía, generalmente para lograr economías de escala y aumentar el poder de negociación en el mercado.



FASES DE UN PROCESO DE ADQUISICIÓN O TOMA DE PARTICIPACIÓN EMPRESARIAL POR PARTE DE UN INVERSOR FINANCIERO

08

Cualquier proyecto de inversión que busque una financiación deberá pasar por una serie de etapas tendentes a permitir el conocimiento del proyecto, despejar incertidumbres, y tras la inversión correspondiente llegará la monitorización periódica de la inversión y una posible desinversión al cabo de un periodo de tiempo (sobre todo si el inversor es de perfil financiero).

Etapas en el proceso de inversión del Capital Riesgo

Contactos previos

Estudio en detalle del proyecto

Negociación e Inversión

Monitorizar la inversión

Desinversión

1. **Selección de inversiones:** el inversor revisa el Resumen ejecutivo del Plan de Negocios (**Teaser Ciego**) y decide si se adapta a sus criterios de inversión en cuanto a tamaño, fase de la empresa, sector, porcentaje a invertir, etc. Se suele hacer una comprobación rápida de las referencias de los emprendedores y del mercado en cuestión (capacidad del equipo directivo, potencial de crecimiento, viabilidad técnica y carácter innovador, etc.)
2. **Plan de negocios: (Cuaderno de Venta)** se solicita una vez pasado el primer filtro y en una primera fase es mejor no enviar demasiada información. Entre sus principales apartados figuran: el resumen ejecutivo, la compañía, el producto o servicio, el mercado, la competencia, recursos humanos, y por supuesto un análisis financiero histórico.

3. **Due Diligence:** proceso de comprobación formal de la información contenida en el Plan de Negocios. Se suele subcontratar y como es el inversor el que paga, significa que realmente tiene interés en realizar la inversión. Suele incluir reuniones con los miembros clave del equipo directivo, visita a las instalaciones, consulta de referencias de clientes, proveedores, estudio de mercado, valoración detallada de la empresa, propuesta de estructuración de la operación y posible salida del inversor.

Este momento es crítico ya que se puede producir el rechazo del proyecto. Entre las causas más frecuentes podríamos destacar:

- * Equipo directivo
- * Mercado incierto o insuficiente
- * Proyecto no viable
- * Poco original
- * Plan de Negocios pobre
- * No interesa el sector
- * Rentabilidad insuficiente

Si después de todo esto, sigue el proceso, se inicia la negociación

4. **Negociación:** el inversor entrega a los emprendedores un *term-sheet* que incluye los principales términos de la oferta: precio/acción, nº de acciones, nº de representantes en el Consejo de Administración, requisitos para la toma de decisiones clave, términos para la salida del inversor. El inversor “no suele” permitir demasiada negociación de lo que ha propuesto.
5. **Formalización:** en paralelo a la negociación, si se ve que hay posibilidades de acuerdo, los abogados comienzan a redactar los documentos legales

según el *term-sheet* (contrato de compraventa, acuerdo entre accionistas, garantías, etc). Además, se acuerda un Plan Financiero detallado que se deberá cumplir. En caso de que no sea así, los inversores podrán efectuar cambios significativos.

6. **Monitorización:** el inversor asignará dos personas para el seguimiento de la empresa. Una (el Asociado) llevará a cabo una monitorización semanal o mensual, para comprobar el cumplimiento o no del Plan Financiero. La otra persona, (el Socio) ayudará en temas estratégicos y participará en los Consejos de Administración.

Si todo va bien, la monitorización será distante y pasiva, pero si el plan se tuerce el asociado puede acabar “viviendo” en la empresa hasta que se enderece de nuevo.

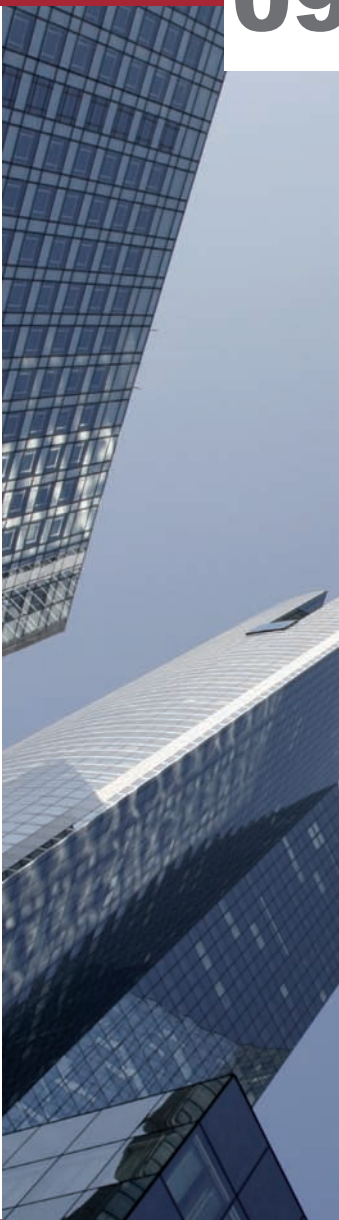
Los inversores jugarán un papel clave en la contratación del personal directivo cuando la empresa comience a crecer. Además, tomarán un papel destacado en el caso de que la empresa se vea envuelta en un proceso de fusión o adquisición. Esto puede durar entre los 3 y 5 años, lo que suele durar una inversión de capital riesgo.

7. **Desinversión:** el inversor tiene como objetivo el obtener una rentabilidad excepcional a su salida. La venta suele producirse a partir del tercer año desde la entrada del primer fondo, aunque suele llevar algún tiempo. Las principales formas de desinversión son:
- *Trade Sale* o venta a un inversor estratégico
 - Venta a otro fondo o inversor financiero
 - Recompra por parte de los emprendedores/equipo gestor
 - Salida a Bolsa



09

VISIÓN DEL CAPITAL RIESGO Y EVOLUCIÓN DEL MISMO EN ESPAÑA



9.1 APROXIMACIÓN AL CAPITAL RIESGO

La financiación mediante capital riesgo es una actividad financiera consistente en la oferta de financiación estable a PYMEs:

- Generalmente de forma **temporal**
- **Sin tener como meta el control** de las empresas financiadas
- Con objeto de favorecer su **nacimiento o expansión**
- Siendo el objetivo del inversor la obtención de **plusvalías** que pudiesen originarse al vender su participación

Las características principales del **Capital Riesgo** son:

- **Elevado Riesgo.** La asignación de recursos no está avalada por garantías de tipo personal ni real porque ni las PYMEs ni sus propietarios pueden ofrecerlas.
- **Orientación hacia PYMEs innovadoras.** Que reúnan las siguientes características: buen equipo directivo, alto potencial de crecimiento, existencia de una ventaja competitiva real y posibilidades reales de desinversión.
- **Participación temporal y minoritaria.** Se busca el facilitar apoyo financiero estable en momentos en los que es difícil obtener recursos. Si estas etapas iniciales se superan, el capital riesgo cederá su lugar a otros inversores, recuperando su inversión inicial más unas plusvalías como pago por el riesgo asumido.
- **Apoyo gerencial y valor añadido.** El inversor participa en el Consejo de Administración no sólo para vigilar la inversión sino también aportando su expe-

riencia y facilitando el acceso a contactos con potenciales socios, clientes y proveedores.

- **Remuneración vía plusvalías.** Los inversores buscan, una vez superadas las etapas de mayor riesgo, ser sustituidos por otros inversores, obteniendo el premio que compense el riesgo asumido y el apoyo prestado.

9.2 FASES DE DESARROLLO DE LAS EMPRESAS EN LAS QUE ENTRA EL CAPITAL RIESGO

Las inversiones de un capital riesgo pueden producirse en diferentes fases de desarrollo de un proyecto empresarial. Así, podemos hablar básicamente de seis modalidades de inversión:

1. **Capital Semilla (seed):** los volúmenes de inversión suelen ser reducidos en relación con las necesidades de las siguientes fases. Pero en contrapartida al elevado riesgo, el inversor de capital riesgo recibe un importante paquete accionarial.
2. **Puesta en marcha (start-up):** se suele financiar el inicio de la producción y la distribución (esto lleva a que la inversión en esta fase tenga un periodo de maduración largo).
3. **Expansión:** se suele llamar financiación puente a toda inversión de expansión que pretenda la toma de participación en una empresa como paso previo a su entrada en los mercados de valores.
4. **Adquisición con apalancamiento:** se trata de compras de empresas en las que una parte sustancial del precio de la operación es financiada con deuda, en parte garantizada por los propios activos de la empresa adquirida y con instrumentos que están a medio camino entre los recursos propios y ajenos (financiación de entresuelo o *mezzanine financing*).
5. **Reorientación (Turnaround):** financiación de un cambio de orientación en una empresa en dificultades. Normalmente llevan aparejado un cambio en el equipo directivo.
6. **Capital de Sustitución (Replacement):** el inversor de capital riesgo entra en el capital de una empresa para ocupar el lugar de un grupo de accionistas, por lo que supone una entrada de recursos en la empresa. Se trata en muchos casos de sustituir a un grupo de accionistas pasivos, para dar un nuevo empuje a la empresa.

Así están los **LBO (Leverage Buy Out)**, que son transacciones en la que se adquiere una compañía por parte de un(os) inversor(es) financiero(s) utilizando para su financiación una cantidad de deuda relativamente importante. Existen varias versiones:

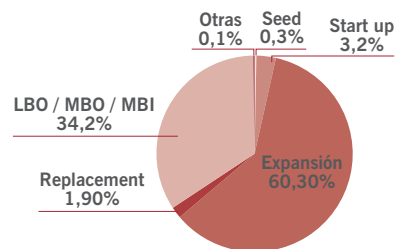
* **MBO (Management Buy Out):** Adquisición de una compañía por su equipo directivo, normalmente apoyado por un inversor financiero y apalancando la compañía para pagar parte del precio de la operación.

* **MBI (Management Buy In):** Adquisición de una compañía por un equipo directivo ajeno a la compañía con el fin de convertirse en su equipo de gestión, normalmente apoyado por un inversor financiero y apalancando la compañía para pagar parte del precio de la operación.

* **BIMBO (Buy In Management Buy Out):** Adquisición de una compañía por un conjunto de personas constituido en parte por el equipo directivo de esta compañía y en parte por personas ajenas, normalmente apoyados por un inversor financiero y apalancando la compañía para pagar parte del precio.

* **OBO (Owner Buy Out):** Venta parcial del capital de una compañía por parte de los accionistas que permanecen en ella dando entrada a un inversor financiero y apalancando la compañía para pagar parte del precio de la operación.

INVERSIONES POR FASE DE DESARROLLO



9.3 ¿QUÉ TIPO DE EMPRESAS PUEDEN ACCEDER AL CAPITAL RIESGO?

La entidad Capital Riesgo suele estar interesada en empresas con las siguientes características:

- Empresas con alto potencial de crecimiento
- Han de tener un tamaño mínimo (en aquellas fases que no sean para el Capital Semilla o una *Start-up*)
- Es imprescindible contar con un buen equipo gestor (competente, comprometido y profesional)
- El accionariado debe admitir una participación temporal en el capital con salida a medio-largo plazo
- La rentabilidad esperada ha de estar acorde con el riesgo existente (sector, competencia, incertidumbres)
- Es más fácil conseguir este tipo de financiación para etapas de desarrollo y expansión de la empresa que para empresas en fase de Capital Semilla o que en proyectos *Start-up* (como hemos visto en el gráfico anterior)

Si bien es cierto que Capital Riesgo suele poner dinero donde no siempre lo ponen los bancos, cada vez son menos afines a la segunda parte de su nombre.

Trás quedó la época cuando con un mero *powerpoint* describiendo una buena idea ponían el dinero sobre la mesa. Ahora **analizan hasta la saciedad el mercado, cada número del plan de negocio, y la solvencia de los promotores**, entre otras muchas cosas.

Mientras que antes tenían claro el nivel de riesgo con el que estaban cómodos y pretendían obtener la mayor rentabilidad a cambio de dicho riesgo, ahora parten de un objetivo de rentabilidad y procuran minimizar el riesgo de obtenerla.

En este punto conviene recordar la importancia que tiene, a la hora de lograr este tipo de financiación, el análisis estratégico que se realice de la empresa con objeto de entender y **proyectar la ventaja competitiva** que el proyecto tenga.

9.4 CLÁUSULAS HABITUALES EN LOS CONTRATOS CON CAPITAL RIESGO

En línea con su necesidad de minimizar el riesgo de la inversión, Capital Riesgo buscará, no la gestión de la empresa (que no es su ambición), pero sí tener pleno acceso a toda la información de gestión de la sociedad y ejercer un cierto control sobre la dirección.

Por eso, siempre exigirán su presencia, de manera más o menos significativa en función de su participación, en el Consejo de Administración de la sociedad en la que inviertan.

Por otro lado, respondiendo a su necesidad de facilitar su salida al máximo, introducirán ciertas cláusulas en el acuerdo de socios que regulan la venta de las acciones, de las que entre las más generalizadas se encuentran:

1. **Cláusula de arrastre o *drag-along***: la entidad de Capital Riesgo, en caso de encontrar un comprador para su participación, obligaría al resto de accionistas a vender también. El 100% de una sociedad es siempre más fácil de vender que una posición minoritaria.
2. **Cláusula de acompañamiento o *tag-along***: la entidad de Capital Riesgo tendría el derecho, en caso de que algún otro accionista encontrara un comprador para su participación, de “acompañar” a dicho accionista en su venta, de manera que el comprador tendría la obligación de comprar la participación del Capital Riesgo también. Estas dos cláusulas pueden ser recíprocas, es decir, que obligan tanto a los otros accionistas como a la entidad de Capital Riesgo, pero no siempre es así.
3. **Opciones de venta**: a menudo, sobre todo si la venta a un tercero parece poco probable, Capital Riesgo obliga a sus socios en la empresa en la que han invertido a recomprarle su participación. A veces viene acompañada por una opción de compra por parte de los otros socios, que lo que quieren es quedarse de nuevo solos en cuanto se lo puedan permitir económicamente.

9.5 ¿QUÉ APORTA EL CAPITAL RIESGO?

VISIÓN “DESDE FUERA”, ESTRATÉGICA	ACCESO A FONDOS INSTITUCIONALES	BENCHMARKING
<ul style="list-style-type: none"> · Observación de las tendencias macro · Experiencia más allá de la empresa Sectorial · Definir la Misión de la empresa 	Facilita acelerar el crecimiento <ul style="list-style-type: none"> · Vía adquisiciones · Lanzar nuevos productos · Internacionalización · Apuesta por la Inversión · Apuesta por el I+D+i 	La experiencia acumulada y exposición a distintas empresas del sector permite comparar e imponer rigor en costes
ENFOQUE FINANCIERO	CULTURA DE DISCIPLINA DE GESTIÓN	TÉCNICAS DE GESTION DE RRHH
Centrado en crear valor Optimizar la estructura de Balance <ul style="list-style-type: none"> · Mejorar el Capital Circulante · Reciclar activos no productivos · Adecuado uso de fondos propios y ajenos en función del riesgo de negocio 	Establecimiento de estrictos Controles de Gestión, que facilitan un seguimiento exhaustivo de todas las variables operativas y financieras	Alinear Capital Humano e intereses a los accionistas <ul style="list-style-type: none"> · Nuevos sistemas de remuneración maximizan su motivación Reforzar los Equipos de Gestión
LA BASE ES SIEMPRE EL APOYO A UN EQUIPO GESTOR LÍDER		

El Capital Riesgo permite:

- Acelerar el crecimiento de las empresas compartiendo el riesgo financiero
- Consolidar el crecimiento de las empresas mediante políticas de adquisiciones
- Implementar una política de internacionalización acertada
- Abordar y desarrollar Planes Estratégicos factibles
- Desarrollar todo el potencial de las empresas aprovechando el músculo financiero de las Entidades de Capital Riesgo

¿Qué queremos del socio financiero?

- Capital, Préstamos Participativos, etc.
- Apoyo en la gestión
- Contactos comerciales
- Apoyo Institucional

¿Qué estamos dispuestos a dar a cambio?

- Proyecto de Futuro
- Valoración: % Participación en la Sociedad
- Mayoría/Minoría
- Consejo Administración
- Puestos claves de la empresa

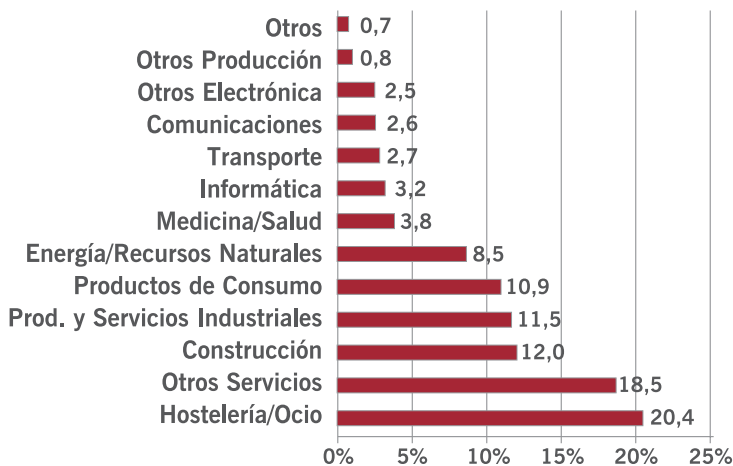
9.6 RADIOGRAFÍA DEL SECTOR EN ESPAÑA

El número total de operadores activos en el sector creció de nuevo en 2006, registrándose un total de **140** (frente a los 127 en 2005).

- Desde 2000 hasta 2006 han aparecido **82 nuevas entidades de capital riesgo en España**, lo que da muestras del dinamismo del sector
- En el transcurso de 2006 iniciaron su andadura en España 14 inversores de Capital Riesgo y sólo uno abandonó la actividad

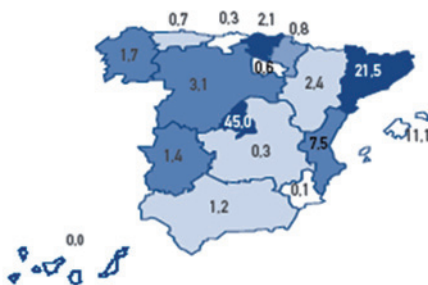
PRESENTACIÓN DE PROYECTOS EMPRESARIALES

DISTRIBUCIÓN DE LA INVERSIÓN POR SECTORES EN 2006



Fuente: Ascri.

DISTRIBUCIÓN DE LAS INVERSIONES POR CCAA



Se observa que la inversión del Capital Riesgo se ha concentrado básicamente en Madrid y Cataluña.

- Hasta ahora el dinero ha ido a las zonas donde tienen las sedes el Capital Riesgo.

Sin embargo, estos porcentajes no reflejan la realidad empresarial de otras zonas de España. Las conclusiones que se pueden sacar son las siguientes:

- Existe un gran potencial por explotar en el resto de Comunidades Autónomas.



GENERALITAT
VALENCIANA

IMPIVA



UNIÓN EUROPEA
Fondo Europeo de
Desarrollo Regional

Una manera de hacer Europa

Proyecto cofinanciado por los Fondos FEDER, dentro del Programa Operativo FEDER de la Comunitat Valenciana 2007-2013



UNIÓN EUROPEA
Fondo Social Europeo
El FSE invierte en tu futuro