

Dirección Financiera

Tema 6. Operaciones de toma de control e insolvencia financiera



Begoña Torre Olmo
Manuel Fresno Boj
María Cantero Sáiz

DPTO. DE ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS

Este tema se publica bajo Licencia:

[Creative Commons BY-NC-SA 4.0](https://creativecommons.org/licenses/by-nc-sa/4.0/)



- 6.1.- Operaciones de toma de control**
- 6.2.- Tipología del fracaso empresarial**
- 6.3.- Causas del fracaso empresarial**
- 6.4.- Predicción de la insolvencia financiera**
- 6.5.- Reorganización informal**
- 6.6.- Concurso de acreedores**

Al finalizar este bloque el alumno deberá ser capaz de:

- Entender el concepto de compras apalancadas como mecanismo de control empresarial.
- Conocer el concepto y tipos de insolvencia.
- Conocer los principales causas del fracaso empresarial.
- Saber aplicar el Modelo de Altman.
- Diferenciar entre reorganización informal y concurso de acreedores.
- Conocer la Ley Concursal como procedimiento legal único para tramitar la insolvencia empresarial en España.

OPERACIONES DE TOMA DE CONTROL

Control empresarial significa el poder para tomar decisiones de inversión y financiación. Las compras apalancadas (LBO) constituyen un mecanismo para cambiar o ejercer el control empresarial.

❑ **Compras apalancadas (Leveraged Buy-Out, LBO)**

- Adquisición de una compañía financiando gran parte del precio de la compra con deuda.
- Los flujos de caja de la compañía objetivo son la única garantía.
- La LBO se convierte en privada (no cotizada) y sus acciones dejan de negociarse en el mercado abierto.
- Alguna deuda, a veces toda, está representada por bonos basura, esto es, deuda por debajo del grado de inversión.
- La financiación con deuda no es el objetivo de la mayoría de las LBO, es un medio para un fin. Las necesidades de efectivo para servir la deuda fuerza a los directivos a desprenderse de activos innecesarios, mejorar la eficiencia operativa y renunciar al despilfarro en gastos en capital.

❑ Clasificación de las LBO

✓ MBO (Management Buy-Out)

La compra de la empresa es por parte de los propios directivos de la misma.

✓ MBI (Management Buy In)

Consiste en la adquisición de una sociedad en la que el control de esta es obtenido por un equipo directivo externo a la misma.

✓ BIMBO (Management Buy In Management Buy-Out)

Consiste en la adquisición de una sociedad en la que el control de esta es obtenido por parte de un equipo mixto con directivos de la propia empresa y directivos externos.

OPERACIONES DE TOMA DE CONTROL

En los años 80 se llevaron a cabo muchas LBO hacia compras de negocios completos, incluyendo empresas cotizadas, grandes y maduras.

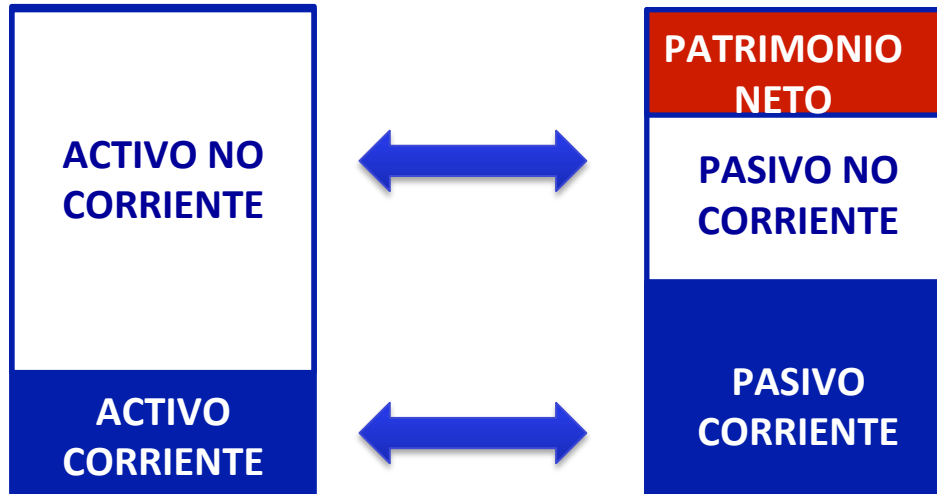
Comprador	Objetivo	Sector	Año	Precio
KKR	RJR Nabisco	Comida, tabaco	1989	24.720
KKR	Beatrice	Comida	1986	6.250
KKR	Safeway	Supermercados	1986	4.240
Thompson Co.	Southland	Almacenes	1987	4.000
Wings Holdings	NWA, Inc.	Aerolíneas	1989	3.690
KKR	Owens-Illinois	Cristal	1987	3.690
TF Investments	Hospital Corp. of America	Hospitales	1989	3.690
Macy Acquisitions Corp.	R.H. Macy & Co.	Grandes Almacenes	1986	3.500
Bain Capital	Sealy Corp.	Colchones	1997	811
Cyprus Group	Wesco Distribution, Inc.	Comunicación de datos	1998	1.100
Clayton, Dubilier & Rice	North American Van Lines	Transporte	1998	200
Berkshire Partners	William Carter Co.	Ropa de niños	2001	450
Heartland Industrial Partners	Springs Industries	Textiles para el hogar	2001	846
KKR/Texas Pacific/Goldman Sachs	TXU	Electricidad	2007	45.000
Silver Lake	Dell	Ordenadores	2013	24.000

Las 10 mayores LBO de los 80 más algunos ejemplos de LBO posteriores (precios en millones de dólares).

- **Definición de insolvencia:** una empresa es insolvente cuando no es capaz de pagar sus deudas.
- ✓ **Insolvencia técnica o provisional:** ocurre cuando la empresa no puede pagar sus deudas por falta de liquidez, pese a que el activo supera al pasivo.
- ✓ **Insolvencia económica o patrimonial:** sucede cuando la empresa no puede pagar sus deudas por falta de patrimonio y el pasivo supera al activo.

TIPOLOGÍA DEL FRACASO EMPRESARIAL

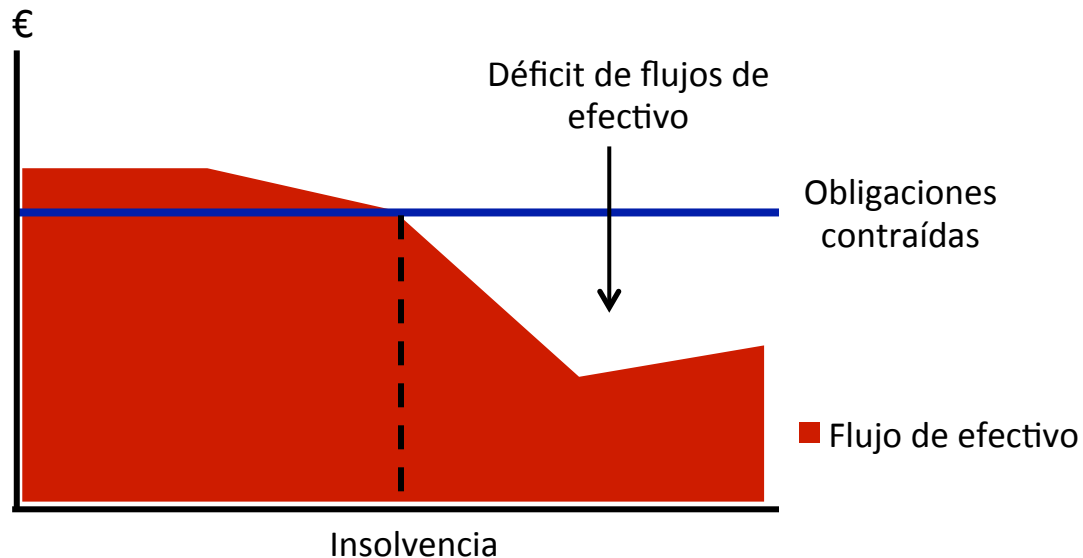
❑ Situación de insolvencia técnica o provisional



PASIVO CORRIENTE > ACTIVO CORRIENTE

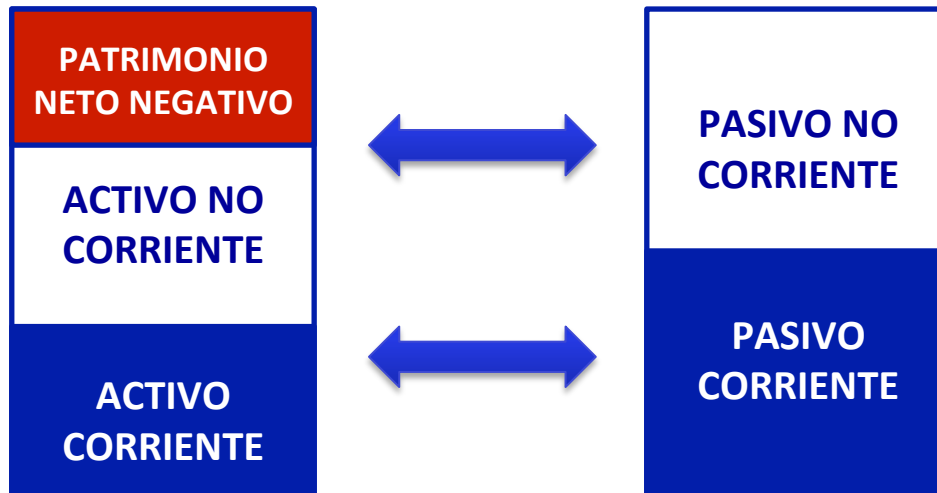
La empresa no puede hacer frente a sus deudas a c/p (con vencimiento inferior a 1 año) con sus recursos más líquidos (transformables en dinero en menos de 1 año: existencias, clientes, tesorería...). **Possible solución:** vender elementos del activo no corriente (p. ej: inmovilizado) o renegociar la deuda.

Situación gráfica



TIPOLOGÍA DEL FRACASO EMPRESARIAL

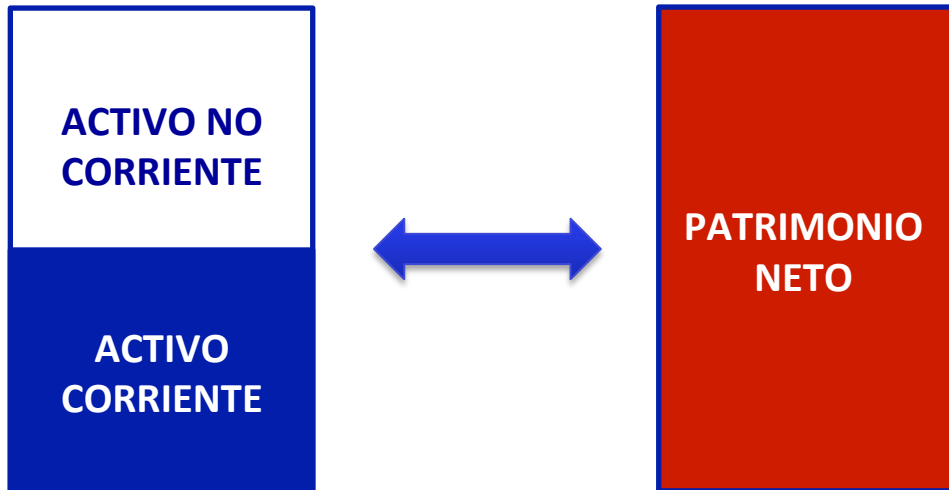
❑ Situación de insolvencia económica o patrimonial



PASIVO > ACTIVO

La empresa no puede hacer frente a todas sus deudas ni aun liquidando todo su activo, por lo que el patrimonio neto es negativo.

Una situación de máxima estabilidad (que no tiene por qué ser la más rentable), se da cuando todo el activo es financiado con el patrimonio de la empresa y ésta no tiene deudas.



❑ **Factores externos:** no son controlados por la dirección de la empresa.

- ✓ **Situación económica global, nacional y/o sectorial adversa.**
- ✓ **Demanda insuficiente.**
- ✓ **Competencia intensa.**
- ✓ **Falta de liquidez en el mercado.**
- ✓ **Baja productividad en el mercado.**

❑ **Factores internos:** son controlados por la dirección de la empresa.

- ✓ **Mala gestión e incompetencia de la dirección.**
- ✓ **Falta de experiencia y conocimiento del negocio.**
- ✓ **Descuidos.**
- ✓ **Excesivo endeudamiento.**
- ✓ **Fraudes.**

❑ Principales sujetos interesados en la predicción de la insolvencia financiera

- ✓ **El director financiero.**
- ✓ **Los potenciales acreedores o prestamistas.**
- ✓ **Los inversores.**

❑ Síntomas de una situación de dificultades financieras

- ✓ Flujo generado insuficiente para hacer frente a la carga financiera.
- ✓ Reducción notable del capital corriente.
- ✓ Caída de la rentabilidad.
- ✓ Incremento de la deuda.
- ✓ Descompensación de la estructura de capital.

❑ Modelo de Altman original

- ✓ Altman, E. (1968): “Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy”, *The Journal of Finance*, XXIII (3), 589-609.
- ✓ Método de análisis multivariante de la fortaleza financiera de una empresa.
- ✓ Mide la probabilidad de quiebra de una empresa a través de una combinación de ratios financieros.
- ✓ Muy utilizado por las instituciones de crédito.
- ✓ Basado en cinco características de la empresa que valoran su **liquidez** ($X\downarrow 1 = \text{Capital corriente} / \text{Activo total}$), **solvencia** ($X\downarrow 2 = \text{Beneficios retenidos} / \text{Activo total}$), **rentabilidad** ($X\downarrow 3 = \text{BAIT} / \text{Activo total}$), **endeudamiento** ($X\downarrow 4 = \text{Valor de mercado del capital} / \text{Valor contable de la deuda total}$) y **actividad** ($X\downarrow 5 = \text{Ventas} / \text{Activo total}$).
- ✓ Aplicable sólo para empresas cotizadas.

☐ Modelo de Altman original

$$z = 0,012 \times \text{Capital corriente} / \text{Activo total} + 0,014 \times$$

$$\text{Beneficios retenidos} / \text{Activo total} + 0,033 \times \text{BAIT} / \text{Activo}$$

$$\text{total} + 0,006 \times \text{Valor de mercado del capital} / \text{Valor contable}$$

- Si $Z \geq 2,99$: Empresa sana.

- Si $Z \leq 1,81$: Empresa en quiebra.

- Si $1,81 \leq Z \leq 2,99$: Zona gris o de incertidumbre.

❑ Modelo de Altman revisado

- ✓ Aplicable a empresas no cotizadas.
- ✓ Los valores de mercado se sustituyen por los valores contables.

$$z = 0,0656 \times \text{Capital corriente} / \text{Activo total} + 0,0326 \times$$

$$\text{Beneficios retenidos} / \text{Activo total} + 0,0105 \times \text{BAIT} / \text{Activo}$$

$$\text{total} + 0,0672 \times \text{Valor contable del capital} / \text{Pasivo total}$$

- Si $Z \geq 2,90$: Empresa sana.
- Si $Z \leq 1,23$: Empresa en quiebra.
- Si $1,23 \leq Z \leq 2,90$: Zona gris o de incertidumbre.

❑ Medidas de reestructuración operativa

Se relacionan con el activo de la empresa.

- ✓ **Políticas de expansión:** persiguen incrementar el tamaño del activo a través de fusiones o adquisiciones, joint ventures o alianzas.
- ✓ **Políticas de contracción:** pretenden reducir el tamaño de los activos de la empresa (venta de activos, cierre de plantas de producción o reducciones de plantilla).
- ✓ **Cambios en el control y en la dirección:** venta de acciones de accionistas significativos o renovación de los directores generales.

❑ Medidas de reestructuración financiera

Se relacionan con el pasivo de la empresa.

- ✓ **Acuerdos de quita y espera.**
- ✓ **Intercambio de obligaciones financieras existentes por otras nuevas.**

□ Liquidación

La liquidación consiste en la venta de los activos por su valor de rescate para proceder al pago de los acreedores. Esta decisión se toma generalmente cuando el valor de rescate de los activos menos las deudas, esto es valor de liquidación, supera el valor de la empresa en funcionamiento.

$$\text{Valor de liquidación} = \text{Valor de rescate} - \text{Deuda total}$$

Cuando los problemas financieros de la empresa no se resuelven mediante el intento de reorganización, es preciso acudir a los tribunales.

La reorganización y liquidación de las empresas españolas se tramita a través de un único procedimiento legal denominado concurso de acreedores (*Ley Concursal 22/2003 de 9 de julio*). Dicha Ley está en vigor desde el 1 de septiembre de 2004.

☐ Fases

1) Convocatoria del concurso

Existen dos tipos de concurso de acreedores:

- ✓ **Concurso voluntario:** la convocatoria es realizada por la propia empresa.
- ✓ **Concurso necesario:** el concurso es solicitado por los acreedores.

Una vez admitida la solicitud del concurso se nombra la administración concursal.

La administración concursal presenta un informe con la evaluación de la **masa activa** (bienes que integran el patrimonio de la empresa) y de la **masa pasiva** (créditos sometidos a concurso).

☐ Fases

1) Convocatoria del concurso

1.1) Clasificación de los créditos sometidos a concurso

- ☐ **Créditos contra la masa (Artículo 84 de la Ley Concursal).** Salarios de los trabajadores y gastos y costas derivados del procedimiento concursal.
- ☐ **Créditos privilegiados.** Se clasifican en dos tipos (*Artículo 89 de la Ley Concursal*):
 - ✓ **Créditos con privilegio especial (Artículo 90 de la Ley Concursal):** afectan a determinados bienes y derechos (Créditos garantizados con hipoteca, créditos garantizados con anticresis, créditos refraccionarios, créditos por cuotas de arrendamiento financiero, créditos con garantía de valores, créditos garantizados con prenda constituida en documento público).
 - ✓ **Créditos con privilegio general (Artículo 91 de la Ley Concursal):** afectan a todo el patrimonio del deudor (Créditos por salarios que no tengan reconocido privilegio especial, créditos con Hacienda y la Seguridad Social, créditos por responsabilidad civil extracontractual, créditos de los que fuere titular el acreedor que solicita el concurso hasta la cuarta parte de su importe).
- ☐ **Créditos ordinarios:** aquellos que la Ley Concursal no clasifica ni como privilegiados ni subordinados.
- ☐ **Créditos subordinados (Artículo 92 de la Ley Concursal).** (Créditos comunicados tarde, créditos por intereses, multas, créditos de personas vinculadas con el deudor como familiares o socios).

Fases

2) Resolución del concurso

Soluciones del concurso previstas en la ley:

✓ El convenio de acreedores:

- Presentación de propuesta para su admisión por parte del juez.
- Adhesión de acreedores cuyos créditos superen la quinta parte del pasivo.
- Acuerdos de quita y espera (para créditos ordinarios no pueden exceder el 50% ni los 5 años respectivamente).
- Venta de activos.
- Canje de deuda por acciones.

☐ Fases

2) Resolución del concurso

✓ **La liquidación:** consiste en hacer dinero la masa activa para pagar a los acreedores según el orden establecido. El pago a los acreedores se realiza atendiendo a la regla de prioridad absoluta (*absolute priority rule*) que establece la siguiente prelación:

1. **Créditos contra la masa.**
2. **Créditos con privilegio especial** que serán satisfechos con cargo a los bienes afectos.
3. **Créditos con privilegio general.**
4. **Créditos ordinarios.**
5. **Créditos subordinados.**
6. **Accionistas preferentes.**
7. **Accionistas ordinarios.**

Bibliografía básica

- ✓ PINDADO GARCIA, J. (2012): “Finanzas empresariales”. Paraninfo.
- ✓ BREALEY, R. y MYERS, S. (2007): “Fundamentos de finanzas corporativas”. 5º Edición. Mc Graw Hill.
- ✓ MASCAREÑAS, J. (2013): “Finanzas para directivos”. Pearson.
- ✓ LOPEZ LUBIAN, F. y GARCIA ESTEVEZ, P. (2005): “Finanzas en el mundo corporativo. Un enfoque práctico”. Mc Graw Hill.
- ✓ MARTINEZ ABASCAL, E. (2012): “Finanzas para directivos”. Mc Graw Hill.
- ✓ FERNANDEZ FERNANDEZ, L. et al. (2007): “Las prácticas de las finanzas de empresa”. Delta.
- ✓ AGUIAR DIAZ, I. et al. (2009): “Finanzas corporativas en la práctica”. Delta.

Bibliografía complementaria

- ✓ Ley Concursal 22/2003 de 9 de julio.