



FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES

# **ANÁLISIS DE UNA ADQUISICIÓN:**

Zardoya Otis-Enor

Autor: Cristina Fernández Cordero

Director: Esther Vaquero Lafuente

Madrid

marzo de 2015

## **Resumen**

En este trabajo se analiza la adquisición del Grupo Enor por Zardoya Otis, ambas empresas localizadas en el sector de los ascensores. Tras el estudio de la transacción, se puede ver cómo un simple detalle es capaz de condicionar si la operación se lleva o no cabo y cómo, al llevarse a cabo, no siempre se cumple lo previsto. Se concluye analizando el resultado y la manera en la que ambas empresas afrontaron los contratiempos.

## **Palabras clave**

Acción, Adquisición, Ampliación de capital, Canje, Control, Cotización, Derecho de suscripción preferente, Dilución del patrimonio, Pignorar acciones, Sinergia, Agentes interesados, Suscribir acciones.

## ***Abstract***

In this project the acquisition of Enor Group by Zardoya Otis is analyzed. Both companies work within the elevator sector. After analyzing the acquisition, it becomes clear how a simple detail is able to determine if the operation is or is not going to be performed and how, after having been done, did not always accomplish what was expected. The report concludes by analyzing the result of the acquisition and the way in which both companies confronted the setbacks.

## ***Keywords***

*Share, Acquisitions, Capital increase, Exchange, Control, Stock Price, Subscription rights, Dilution, Pledge of shares, Synergy, Stakeholders, Subscribe shares.*

## Índice

<b>1</b>	<b>Introducción</b>	<b>1</b>
<b>2</b>	<b>Marco teórico: fusiones y adquisiciones</b>	<b>3</b>
2.1	Introducción al marco teórico	3
2.2	Fusión	4
2.3	Adquisición	5
2.4	Tipos de Integraciones	7
2.5	Motivos por los que comprar una empresa	8
2.6	Motivos por los que vender una empresa	10
2.7	Valoración de empresas	13
<b>3</b>	<b>Zardoya Otis</b>	<b>17</b>
3.1	Historia	17
3.2	Cifras	20
<b>4</b>	<b>El Grupo Enor</b>	<b>24</b>
4.1	Historia	24
4.2	Cifras	25
<b>5</b>	<b>La operación</b>	<b>26</b>
5.1	La oferta de Enor	26
5.1.1	Posibles compradoras	27
5.2	La oferta de Zardoya Otis	34
5.3	El pre-acuerdo	36
5.4	El acuerdo	36
5.4.1	Ampliación de capital social	37
<b>6</b>	<b>El resultado</b>	<b>42</b>
6.1	Valor contable atribuido	42
6.2	La inversión: Dividendos	42
6.3	Dilución del capital social	44
<b>7</b>	<b>Conclusiones</b>	<b>50</b>
<b>8</b>	<b>Bibliografía</b>	<b>53</b>
	<b>Anexo 1 Descuento de Flujos de caja</b>	<b>56</b>
	<b>Anexo 2 Activo que debía aportar UTC</b>	<b>61</b>

## Índice de tablas

<b>Tabla 1. Cuentas de Resultados Consolidadas .....</b>	<b>21</b>
<b>Tabla 2. Balances Consolidados (activos) .....</b>	<b>22</b>
<b>Tabla 3. Balances Consolidados (pasivos) .....</b>	<b>23</b>
<b>Tabla 5. Elevadores instalados y mantenidos.....</b>	<b>29</b>
<b>Tabla 6. Datos relevantes de las principales empresas.....</b>	<b>32</b>
<b>Tabla 7. Evolución histórica de fusiones y adquisiciones.....</b>	<b>35</b>



## 1 Introducción

En este trabajo se profundizará en la operación llevada a cabo en febrero de 2013, en la que la multinacional líder en ascensores Zardoya Otis adquiere la viguesa Grupo Enor. El objetivo de este análisis es averiguar que hay detrás de una adquisición, cuáles son los factores determinantes y el resultado final.

Al finalizar el trabajo, se podrá comprender la complejidad de esta operación y se analizará cómo, gracias a diversas operaciones, se ha podido llevar a cabo. Así, cada punto de la operación será desarrollado hasta lograr una oferta final que se ajustará a las necesidades de ambas compañías.

Para empezar, se entrará en contexto con un resumido marco teórico en el que se verán los conceptos fundamentales necesarios para comprender la operación, de este modo, dentro del marco teórico, primero deben tenerse en cuenta los múltiples tipos de transacciones que pueden darse para lograr entender dónde y cómo se sitúa esta operación en concreto. Seguidamente, se podrán ver los distintos motivos que llevan a la empresa compradora a comprar y a la vendedora a vender. Esto ayudará a comprender el motivo de la operación en su conjunto, tanto desde el punto de vista de la empresa adquiriente como de la adquirida. Para finalizar el marco teórico se citarán los principales métodos de valoración de empresas que se pudieron haber utilizado en este caso.

Una vez comprendidos todos los conceptos teóricos, se analizarán en profundidad cada una de las empresas que toman partido en la transacción observando tanto su historia como sus cifras el año de la adquisición.

Tras este análisis, se observarán tanto los pasos y condiciones de la operación como las posturas que toman ambas empresas frente a ella. Hoy, podemos saber que Zardoya Otis fue la empresa que adquirió al Grupo Enor, sin embargo las ofertas para su compra debieron ser múltiples, por lo tanto en este apartado se detallarán algunos factores que pudieron influir en la decisión del Grupo Enor y se compararán dichos factores entre las principales empresas del sector.

A continuación, comienza el periodo de negociación hasta que ambas empresas llegaran a un pre-acuerdo. Se detallarán los requisitos y condiciones de dicho pre-acuerdo, cómo esos detalles pueden influir en la operación para posteriormente llegar al acuerdo final. Aunque en el acuerdo final todo parezca claro y definido, resulta interesante observar cómo fueron surgiendo inconvenientes derivados de pequeños detalles.

Por último, gracias a la información recogida en el Informe Anual de la empresa compradora, Zardoya Otis y a diversos hechos relevantes registrados en la Comisión Nacional del Mercado de Valores se puede ver la influencia de dichos inconvenientes y la manera en la que ambas compañías lo solucionaron.

En cuanto a la metodología, este trabajo entrará dentro del enfoque de investigación inductivo pues no parte de hipótesis sino que es un hecho que, tras la recogida de datos, se analizará. Este método está basado en preguntas de investigación, selección de casos y determinación de variables, haciendo uso también de metodologías cualitativas ya que explica fenómenos y permite tener en cuenta muchas variables a la vez.

## **2 Marco teórico: fusiones y adquisiciones**

### 2.1 Introducción al marco teórico

Para poder entender la operación al completo, primero es necesario que se conozcan los conceptos que aparecerán durante su desarrollo. Por ello, para empezar, se describirán y desarrollarán teóricamente los conceptos de fusiones y adquisiciones basados en el libro de Mascareñas (2011) y en el de McCann y Roderick Gilkey (1990).

Las fusiones y adquisiciones nacieron durante los años 1895 y 1905 cuando pequeñas empresas se comenzaron a unir con el propósito de dominar el mercado eliminando la competencia y formando una única empresa. Así, estos contratos pueden definirse como operaciones llevadas a cabo por dos o más empresas que se unen para formar una sola.

Cuando se realizan estas transacciones, se debe ser muy consciente de las limitaciones legales que suponen, ya que estarán reguladas por diferentes organismos según el alcance de la operación. De este modo, en Europa la Comisión Europea es quien legisla estas transacciones a través del Reglamento N° 4064/89 del Consejo de Europa, en Estados Unidos es Comisión Federal de Comercio y el Departamento de Justicia quienes defienden la competencia en los mercados y el resto de países son controlados a través de organismos internos. Así, se pretende evitar que las empresas dominen el mercado a través del monopolio ya que si así fuera, controlarían tanto los precios que cobrarían a los clientes, al ser los únicos que ofrecen el producto o servicio pueden subir el precio, como los precios que pagarían a los proveedores, al ser los únicos que compran pueden bajar el precio.

A la hora de diferenciar una fusión de una adquisición, solo se debe tener en cuenta si tras la operación alguna de las empresas implicadas desaparece o no, ya que si es así se clasificaría como una fusión y en el caso de que ninguna desapareciera se trataría de una adquisición. El concepto de desaparición se usará siempre en un contexto jurídico, cuando una de las empresas deja de existir.

Tanto en fusiones como en adquisiciones, el pago a la empresa adquirida se suele hacer o bien a través de acciones o bien mediante dinero líquido. Más adelante comprobaremos la complejidad del pago en acciones, al ser la opción elegida por las empresas que se analizan en este trabajo.

## 2.2 Fusión

Según el Diccionario de la lengua española (RAE), edición 23.<sup>a</sup>, publicada en octubre de 2014, fusión se define como la “[i]ntegración de varias empresas en una sola entidad, que suele estar legalmente regulada para evitar excesivas concentraciones de poder sobre el mercado”.

Como se ha definido previamente, cuando dos o más empresas se fusionan, siempre desaparecerá alguna, sino todas. De este modo se pueden diferenciar dos tipos de fusiones:

a) La fusión por creación de una nueva entidad. Esta transacción se da cuando dos compañías se unen y como fruto de esta unión aparece una nueva entidad con diferente denominación social. La nueva empresa es el resultado de la mezcla de las participantes que, por lo tanto, dejan de existir.

b) La fusión por absorción. En este caso, no desaparecen ambas empresas para crear una nueva, solamente deja de existir una de ellas y pasa a formar parte de la otra, quien es quien mantiene su denominación social y su actividad.

### 2.3 Adquisición

En una operación de adquisición, ninguna empresa desaparece jurídicamente, las participantes continúan existiendo y manteniendo su denominación social.

Hablamos de una adquisición cuando una empresa, la adquirente, compra otra, la adquirida, obteniendo cierto control sobre la misma que dependerá del porcentaje de la compra. No siempre la empresa adquirente compra el 100% de la adquirida, en muchos casos compra únicamente cierto porcentaje que puede no otorgar a la adquirente el control sobre la adquirida.

Al igual que con las fusiones, se pueden distinguir varios tipos de adquisiciones, pero primero debe tenerse en cuenta si la empresa objeto de adquisición cotiza o no en bolsa.

En el caso de que una empresa quiera adquirir otra que sí cotiza, deberá lanzarse una OPA (Oferta Pública de Adquisición) y presentarse en la Comisión Nacional del Mercado de Valores que se encargará de preguntar al equipo directivo de la empresa adquirida su postura respecto a la operación.

En función de su respuesta, la OPA puede clasificarse como amistosa, si los directivos de la empresa objetivo están de acuerdo con la adquisición u hostil cuando, por el contrario, están en desacuerdo.

No hace falta que la empresa objetivo cotice en bolsa para determinar si la adquisición es amistosa u hostil. Si bien es cierto que las adquisiciones de empresas que no cotizan suelen ser amistosas, puede haber excepciones.

Así, se pueden clasificar en los dos grupos previamente citados:

a) Adquisición amistosa. Cuando ambas empresas estén de acuerdo y redacten juntos las condiciones de la operación, hablaremos de una adquisición amistosa. Este tipo de adquisiciones son voluntarias y requieren del consentimiento del equipo directivo de la empresa y si hubiera, de los accionistas.

Un ejemplo puede darse cuando una gran empresa quiere adquirir a otra más pequeña con el objetivo de crecer y la más pequeña desea ser adquirida si no está en una situación muy favorable y cree que ser adquirida es lo mejor. Este rescate garantiza la supervivencia de la que está más perjudicada ya que, aunque le otorgue el control a otra compañía, mantendría su actividad y en la mayoría de los casos su capital humano.

Sin embargo, esto sólo es un ejemplo ya que no siempre es una empresa grande la que adquiere a una pequeña que necesita ayuda, una empresa pequeña puede adquirir una grande y tampoco es necesario que una de las empresas esté en una situación desfavorable.

La adquisición del Grupo Enor por Zardoya Otis fue amistosa y como el Grupo Enor no cotizaba en bolsa no fue necesario lanzar una OPA. Zardoya Otis compró el 100% de las acciones de la objetivo, por lo que no cabe duda que, en este caso, la adquiriente obtuvo el absoluto control sobre la adquirida, el Grupo Enor.

b) Adquisición hostil. Se da cuando la empresa adquirida no está de acuerdo con las condiciones de la operación.

En estos casos la empresa adquirente, que no cuenta con el consentimiento de la adquirida, simplemente se hace con el control de la misma a través de la compra de sus acciones. Esto, del mismo modo que la adquisición amistosa, no solo ocurre cuando una empresa fuerte compra a una débil ya que cualquier empresa puede ser objeto de adquisición hostil.

En muchas ocasiones una empresa es adquirida cuando cotiza por debajo de su verdadero valor porque quien la adquiere espera obtener un beneficio de ella. Así, las empresas que adquieren otras, no solo buscan beneficio mediante la incorporación de la empresa adquirida, sino que también pueden especular comprándola a un precio inferior a su valor real para luego venderla por su valor real o más.

## 2.4 Tipos de Integraciones

Tanto las fusiones como las adquisiciones se pueden clasificar en 3 principales tipos de transacciones o integraciones:

a) Integración vertical. Este tipo de transacciones se da cuando se unen dos empresas que realizan diferentes partes de un mismo producto. Es decir, son empresas que generalmente no compiten entre sí y que realizan diferentes fases de la fabricación de un producto. Estas empresas deciden unirse en la mayoría de las ocasiones para simplificar el proceso de producción o ahorrar

en costes. Esta unión puede ser aguas arriba<sup>1</sup>: cuando una empresa se integra con su proveedor, o aguas abajo: cuando se integra con su cliente. Un ejemplo de aguas arriba sería que la fábrica de mermeladas Helios se uniera con la empresa agricultora a la que compra la fruta y verdura.

b) Integración horizontal. Se da cuando se unen dos compañías del mismo sector que ofrecen productos o servicios similares. Este estilo de integración se realiza entre competidores y es una de las más comunes. Suele realizarse para obtener mayor cuota de mercado, lo que se explicará en detalle más adelante. Un ejemplo de una integración horizontal sería que Carrefour se uniera a Mercadona.

c) Integración conglomerada. Cuando dos empresas con productos y mercados diferentes se unen para formar una sola se trata de una integración conglomerada. El objetivo de integrarse con una empresa completamente distinta a la tuya es conseguir diversificación, llegar a un mayor número de personas con la empresa resultante de la operación, ya que se corre un menor riesgo de mercado con dos productos ajenos que si solo te dedicas a uno. Un ejemplo de integración conglomerada sería que una empresa de golosinas se uniera a una de calzado, son empresas cuyos negocios carecen de relación alguna.

## 2.5 Motivos por los que comprar una empresa

Con estas operaciones, las empresas participantes buscan obtener alguno de los siguiente beneficios:

---

<sup>1</sup> Aguas arriba y aguas abajo es un argot financiero utilizado más concretamente en el mundo de las fusiones y adquisiciones

a) Sinergias. Con esto, las empresas que participan en una fusión o adquisición, pretender conseguir que el valor de la empresa resultante de la operación, sea mayor que la suma del valor de las participantes por separado:

$$A+B < AB$$

b) Mejorar la gestión. Es mucho más sencillo y rápido unirse a otra empresa que tener que realizar un plan de negocio o ampliar la empresa con sus propios recursos y conocimientos. En muchas ocasiones las empresas no cuentan con experiencia y capacidades necesarias en ciertos negocios y buscan a otras que sí cuenten con ello. De este modo, no solo agilizan el proceso sino que también minimizan el riesgo, ya que una empresa con experiencia en el sector es más complicado de fracase que una empresa que comienza de cero, es lo que se denomina *know how*.

c) Crear valor para el accionista. Este es el principal objetivo, que a su vez está relacionado con el de la sinergia. Enfocándola desde un punto de vista financiero, la sinergia persigue que los accionistas de ambas empresas obtengan algún valor adicional con la operación. Los directivos de las compañías no persiguen esto solo porque sea lo correcto y porque tengan que satisfacer al accionista por encima de todo, sino que en muchas ocasiones, como en el caso de operaciones de pago con acciones, es necesario consentimiento de los accionistas y su renuncia al derecho de suscripción preferente si fuera necesario. Adelante, concretamente en el apartado 5.4.1 Ampliación de capital social, se explicará el concepto de derecho de suscripción preferente.

d) Ganar cuota de mercado. En la mayoría de las ocasiones, estas transacciones se realizan entre competidores. Con esto, las empresas participantes consiguen llegar a una mayor parte del mercado ya que estarían “compartiendo” clientes.

e) Lograr ventajas competitivas. Tras estas operaciones, las empresas son más grandes, por lo que tienen mayor poder de negociación, por ejemplo, con los proveedores y pueden conseguir mejores precios que sus competidores más pequeños.

f) Aumentar el crecimiento. En algunos casos, las compañías buscan crecer, tanto de manera externa como interna. Pueden crecer internamente integrando activos de otras compañías en su empresa y externamente adquiriendo o fusionándose con empresas en otros países para conseguir internacionalizarse o también integrándose con empresas dedicadas a productos o servicios completamente ajenos a su negocio, entrando así en nuevos mercados.

g) Emplear fondos disponibles. Desde este punto de vista, la operación se considera una más de las inversiones de cualquier compañía. Esto ocurre cuando empresas que tienen fondos disponibles deciden invertirlos a través de la transacción con otras empresas de las que esperan obtener una mayor rentabilidad. Este fue el principal motivo que llevó a Zardoya Otis a adquirir Enor, claro que no fue el único, ya que con la transacción, también logró muchos de los anteriores.

## 2.6 Motivos por los que vender una empresa

Según una presentación realizada en el Instituto de Estudios Económicos de Madrid por Gregorio Izquierdo Llanes el 5 de diciembre del 2000, existen diversos motivos por lo que vender una empresa, unos más razonables y otros menos. Algunos incluso coinciden con los motivos por lo que comprar cierta empresa que se acaban de describir. De este modo, los motivos lógicos por lo que vender una empresa son:

a) Concentrarse en la actividad principal. Cuando una empresa se dedica a diversas actividades puede crearse una situación muy compleja en la que unas actividades perjudiquen o dificulten el correcto desarrollo de otras. En esta situación es razonable vender la parte de la compañía que corresponda a las actividades menos rentables y concentrarse en el desarrollo de la actividad más rentable, convirtiéndola en la principal.

b) Crear valor para el accionista. Este objetivo derivado de las transacciones se busca tanto si eres la compañía compradora como la vendedora. Ambas empresas deben crear valor para el accionista con la operación, ya que como se ha dicho antes, en la mayoría de las ocasiones en las que eres comprador es necesario su consentimiento y en el caso de ser una compañía vendedora, el consentimiento es necesario siempre. Como es lógico, el dueño de la acción es quien decide si la quiere vender o no, por ello es importante que a consecuencia de la transacción el accionista salga beneficiado, por ejemplo si la compañía compradora paga por las acciones de la vendedora un precio mayor al de su cotización, el accionista de la vendedora obtiene un mayor beneficio que el obtendría en el mercado.

c) Efectuar un realineamiento estratégico. Este motivo es parecido al de concentrarse en la actividad principal. Si la actividad en la empresa se vuelve muy compleja es necesario realinear la estrategia y para ello, en ocasiones, las compañías recurren a su venta parcial.

d) Obtener financiación para nuevos proyectos. Este tipo de objetivos no tendrían sentido en una fusión ya que la empresa que es comprada siempre desaparece. En una adquisición, la empresa adquirida continúa desarrollando su actividad para la que puede necesitar financiación. Si una empresa necesita

financiación para desarrollar nuevos proyectos, en ocasiones decide ponerse en venta para obtener capital y así poder financiarlos.

e) Motivos fiscales. En este caso, como consecuencia de una transacción, la empresa vendedora obtiene ventajas fiscales con las que ahorraría dinero.

Por otro lado, existen motivos no tan razonables por los que vender una empresa:

a) Dificultades sucesorias. Este es el motivo por el que el Grupo Enor decidió ponerse en venta. La mayoría de empresas familiares llegan a un punto en el que se cuestionan si la empresa debería o no continuar perteneciendo a la familia. Este punto suele coincidir con la tercera generación y, en estos casos, los propietarios prefieren venderla a quien saben seguro que garantizará su supervivencia. Cuando se hable de la oferta del Grupo Enor se desarrollará en contexto este punto.

b) Demanda de liquidez por los accionistas. Este motivo está muy claro, no es razonable vender una empresa solo porque sus accionistas demanden dinero a través de, por ejemplo, dividendos. Los accionistas deberían buscar el beneficio de la empresa y no solo el suyo propio.

c) Dificultades transitorias de liquidez. Podría ser similar al motivo razonable de conseguir financiación para proyectos. Sin embargo en este caso, no es lógico vender una empresa por una necesidad de liquidez puntual e incluso, en muchas ocasiones, injustificada si esa necesidad deriva de una mala gestión.

e) Disparidad de intereses y objetivos. Es muy común encontrar en una empresa disparidad de intereses y objetivos. Esta disparidad puede darse entre

la empresa y sus *stakeholders* o entre miembros de la propia empresa. Muchas veces lo que beneficia al accionista no beneficia al directivo y esta muy claro que lo que beneficia al proveedor, que son los precios altos, no beneficia al cliente, que preferirá precios bajos.

A la hora de vender una empresa es muy común encontrarse con la primera disparidad de intereses entre los directivos y los accionistas. Esto sucede porque, como se ha dicho antes, las transacciones siempre van a buscar crear valor para el accionista mientras que al directivo no se le suele tener en cuenta. De hecho, en las fusiones, como las empresas que venden desaparecen, en la mayoría de las ocasiones sus directivos también lo hacen y por ello muchos muestran rechazo ante ese tipo de transacciones e intentan evitar que la empresa sea vendida. Por lo tanto se entra en un conflicto de intereses que no debe propiciar la venta de una empresa, las empresas deben venderse por acuerdo unánime, intentando no perjudicar a nadie.

## 2.7 Valoración de empresas

A la hora de comprar una empresa, se debe estimar su valor para fijar un precio justo, Hoy en día existen muchos métodos de valoración de empresas, sin embargo, en este trabajo, sólo se analizarán aquellos más relevantes argumentando si tendría o no sentido aplicarlos esta operación.

a) El método del valor de liquidación. Este método solo tiene sentido en el caso en el que Zardoya Otis quisiera adquirir al Grupo Enor para su proceder a su liquidación. Pues bien, este método muestra el mínimo valor de una empresa cuando en un momento determinado se cancelan todas sus deudas y se venden sus activos (Prat y Arroyo (2004)). Es decir, el valor de la empresa sería el resultado de restar a su patrimonio neto todos los gastos en los que se incurre en su liquidación.

Como es lógico, este método no tendría sentido a la hora de valorar al Grupo Enor ya que el objetivo de Zardoya Otis con la adquisición no era su liquidación.

b) El método de valoración por múltiplos comparables (García Estévez (2008)). Como su propia denominación indica, esta valoración se basa principalmente en usar como referencia datos de empresas similares a la que es objeto de análisis. Este método puede dividirse en:

- Método de empresas similares cotizadas. Este método carece de sentido en esta operación ya que no existe una cantidad suficiente de empresas del sector de los ascensores que coticen en bolsa. Por lo tanto, no hay muchas comparables al Grupo Enor.
- Método de adquisiciones recientes. Su objetivo es obtener el valor de una empresa que no cotiza en bolsa a partir de la observación de transacciones similares. Es decir, si Orona ha adquirido una pequeña empresa de ascensores española de mas o menos el mismo tamaño y características que el Grupo Enor, entonces el valor de Enor será similar al de dicha compañía.

Es este caso, sí puede utilizarse este método, sin embargo no es muy fiable ya que son muchas las variables que influyen en el valor de una compañía y no existen dos compañías exactamente iguales.

- Método de oferta pública de venta. En este caso, lo que se buscan no son operaciones de transacciones comparables, sino salidas a bolsa. Así, se analizan los precios de emisión de las compañías similares en

admisiones en bolsa. Del mismo modo que en el método de empresas similares cotizadas, no se han dado lo suficientes casos comparables como para estimar mediante este método el valor del Grupo Enor

c) El método de valoración por descuento de flujos de caja o *free cash flow* (Brealey (1999)) en inglés es el método más lógico en este caso ya que se trata de un complemento al resto de métodos de valoración, en este caso solo se estudia la compañía que se va a valorar por lo que es aplicable para cualquier tipo de empresa. Se trata de estimar el valor actual de una empresa a partir del descuento, a una tasa determinada, de los flujos de caja que generará en el futuro. Su desarrollo paso a paso se encuentra en el anexo 1.

Estos flujos se corresponden en cierto modo a cuánto dinero es capaz de generar una empresa. Por lo tanto, es lógico que cuando una compañía se proponga comprar otra, tenga muy en cuenta el dinero que es capaz de aportar la empresa que es comprada, pues de ello dependerá la rentabilidad de la operación. Si se establece un precio basado en aspectos irrelevantes es posible que luego la empresa compradora gaste más dinero en la compra del que la empresa target es capaz de generar o que por el contrario pague menos de lo debido por ella.

Otro aspecto fundamental es la tasa a la que se descuentan esos flujos de caja futuros. Como el resultado final depende de la tasa de descuento, es muy importante su correcta determinación que dependerá del riesgo de la operación en concreto y de la volatilidad histórica registrada.

El resultado es una aproximación del valor de la empresa en función de su capacidad esperada de generar flujos de caja, es el valor potencial de la compañía. Por lo tanto, una vez adquirida la empresa, la adquiriente puede ir

comprobando si las cifras previstas se cumplen y puede variar el modelo establecido según las cifras reales.

### **3 Zardoya Otis**

#### 3.1 Historia

La empresa Zardoya Otis se creó a raíz de la fusión de dos grandes empresas, la suiza Jacobo Schneider S.A. y la estadounidense Otis Elevator Company.

Otis Elevator Company es la compañía de ascensores más antigua del mundo, ya que, principalmente, fue su fundador quien inventó el ascensor. El estadounidense Elisha Graves Otis fue el pionero en este campo cuando en 1853, inventó el primer ascensor capaz de transportar personas.

Partiendo de un ascensor de mercancías, Elisha Graves Otis lo dotó de elementos de seguridad, lo que hacía posible el traslado de personas, ya que anteriormente corrían el riesgo de caída en caso de que el cable de sujeción se rompiera.

De este modo, en 1854 demostró la efectividad de su invento cortando el único cable de sujeción de un ascensor en el que él mismo estaba montado, en la exposición del New York Crystal Palace, cuyo resultado fue una ligera caída de tan solo unos centímetros.

Ese mismo año, Elisha Graves Otis, comenzó a comercializar los nuevos ascensores dotados de su sistema de seguridad fundando la empresa Otis Brothers & Co. Estos ascensores hicieron posible la existencia de los rascacielos. Al morir Elisha, la compañía continuó creciendo, esta vez al mando de sus hijos Charles y Norton quienes la renombraron como Otis Elevator Company.

Además de los ascensores, en 1900, la compañía fue la primera en instalar unas escaleras mecánicas. Estas escaleras eran de madera y aun pueden verse en Macy's de Nueva York.

Durante los años siguientes, Otis Elevator Company continuó innovando y desarrollando nuevos sistemas que revolucionaron el sector del ascensor.

Hasta 1925, era necesaria la presencia de los memorables ascensoristas, encargados de transportar a los ocupantes de los ascensores al piso correcto y de organizar las llamadas de los mismos, hasta que se desarrolló el primer sistema de memoria para grupos de ascensores que permitió su organización sin presencia de ascensoristas.

El 1950 se incorporó en primer sistema que permitía saber si algún pasajero o algún objeto podían impedir el cierre de las puertas, lo que supuso otro gran avance en seguridad.

Otis Elevator Company aun no había llegado a España y aquí es donde comienza la historia de Zardoya Otis S.A., cuando en 1965 la compañía Otis Elevator Company adquiere el 100% de las acciones de Jacobo Schneider S.A.

Jacobo Schneider S.A., fue una compañía del mismo sector que Otis Elevator Company que se fundó en 1887 por el ingeniero suizo Jacobo Schneider, quien decidió instalarse con su compañía en Madrid. Al poco tiempo, comercializaba ascensores en la mayor parte de España hasta que en 1965, como se ha adelantado anteriormente, Otis Elevator Company llega a este país a través de la compra de todas sus acciones mediante una fusión por absorción, es decir, Jacobo Schneider S.A. dejó de existir, sin embargo parte de su denominación social se conservaría. De este modo nace Schneider-Otis

S.A, que gracias a la transacción, consigue dominar el mercado de los ascensores español.

No fue hasta 1972 cuando la empresa se fusionó con la vasca Zardoya S.A., fundada en 1919, lo que dio lugar a la denominación que hoy se conoce: Zardoya Otis, S.A. Esta denominación es solo aplicable a España ya que en el resto del mundo la compañía se conoce hoy como Otis, S.A.

Zardoya Otis, S.A, continuó creciendo con un gran éxito hasta integrarse en 1976 en el conglomerado empresarial formado por United Technologies Corporation (UTC), una sociedad estadounidense cuya actividad se basa en la investigación, desarrollo y fabricación de productos tecnológicos como pueden ser las piezas de avión o de helicóptero. Actualmente UTC cuenta con más de 210.000 empleados repartidos por todo el mundo y su crecimiento también es constante.

Mientras, Otis continuó desarrollando su producto e innovando en diversos aspectos como lograr incorporar en 1983 el servicio de averías que informa al servicio técnico en el caso de que una persona quedase atrapada o instalando cinco años después el alfabeto braille en sus ascensores.

También conseguiría que se alcanzara la velocidad de 15 metros por segundo, la mayor velocidad jamás lograda hasta 1998. Actualmente la velocidad máxima que puede alcanzar un ascensor es de 18 metros por segundo, hito que también ha logrado Otis en el edificio más alto del mundo, la Torre Burj Dubai (Dubai, Emiratos Árabes).

Así, la compañía fue incorporando grandes avances en el sector de los ascensores como lograr que fueran respetuosos con el medio ambiente y fue

comprando múltiples compañías hasta lograr el tamaño que hoy conocemos. Una de estas compras será el objeto de estudio de este informe, la adquisición del Grupo Enor en febrero de 2013.

Un dato curioso es que los ascensores Otis trasladan a personas distancias mucho mayores que cualquier compañía de transportes, ya que diariamente 60 millones de personas montan en ellos, llegando a una media de 40 millones de viajes diarios y si se suman los trayectos, sus ascensores darían 13 vueltas al mundo diariamente.

Al hilo de lo anterior, hay que tener en cuenta que muchos edificios cuentan con ascensores de esta compañía y entre los más importantes y conocidos se encuentran la Torre Eiffel (Paris, Francia), la Torre Burj Dubai (Dubai, Emiratos Árabes), el Edificio Chrysler (Nueva York, Estados Unidos) el Empire State (Nueva York, Estados Unidos) o aquí en España la Torre Caja Madrid.

Actualmente Otis S.A. opera en más de 200 países, cuenta con más de 60.000 empleados y ya ha instalado 2,5 millones de ascensores y escaleras alrededor del mundo.

### 3.2 Cifras

A 31 de diciembre de 2013, el año que tuvo lugar la operación que se desarrolla en este trabajo, Zardoya Otis presentaba los siguientes datos relevantes:

Alcanzó un total de ventas de 562,5 millones de euros, un EBITDA de 211,3 millones de euros. Otis instaló un millón de ascensores en España y tenía una cuota de mercado del 24%. En ese momento su plantilla ascendía a 4.391

empleados, el número de accionistas ascendía a 30.000 y contaba con 3 fábricas en España.

Para entrar más en detalle se deben observar sus Cuentas de Resultados Consolidadas y sus Balances Consolidados de los últimos años:

**Tabla 1. Cuentas de Resultados Consolidadas**

**Cuentas de Resultados Consolidadas**

(En millones de euros)

	2013		2012		2011		2010		2009		2008	
		%		%		%		%		%		%
<b>VENTAS</b>	<b>759.2</b>	<b>100,0</b>	<b>809.1</b>	<b>100,0</b>	<b>819.1</b>	<b>100,0</b>	<b>862.8</b>	<b>100,0</b>	<b>885.1</b>	<b>100,0</b>	<b>936.6</b>	<b>100,0</b>
Materias primas y materiales para el consumo	(197.4)	(26,0)	(216,5)	(26,8)	(220,7)	(26,9)	(231,9)	(26,9)	(259,1)	(29,3)	(316,0)	(33,7)
<b>RESULTADO BRUTO</b>	<b>561.8</b>	<b>74,0</b>	<b>592.6</b>	<b>73,2</b>	<b>598.4</b>	<b>73,1</b>	<b>630.9</b>	<b>73,1</b>	<b>626.0</b>	<b>70,7</b>	<b>620.6</b>	<b>66,3</b>
Otros gastos netos	(56.3)	(7,4)	(60,0)	(7,4)	(56,5)	(6,9)	(61,5)	(7,1)	(63,5)	(7,2)	(64,1)	(6,8)
Gastos por prestaciones a empleados	(251,9)	(33,2)	(252,2)	(31,2)	(249,8)	(30,5)	(250,0)	(29,0)	(250,7)	(28,3)	(249,0)	(26,6)
Cargos por pérdidas por deterioro del valor	(4,3)	(0,6)	(7,0)	(0,9)	(7,5)	(0,9)	(18,6)	(2,1)	(16,5)	(1,8)	(14,3)	(1,5)
Otros Ingresos	3,8	0,5	4,6	0,6	4,6	0,6	4,7	0,5	4,2	0,4	3,4	0,4
<b>EBITDA</b>	<b>253.1</b>	<b>33,3</b>	<b>278.0</b>	<b>34,4</b>	<b>289.2</b>	<b>35,3</b>	<b>305.5</b>	<b>35,4</b>	<b>299.5</b>	<b>33,8</b>	<b>296.6</b>	<b>31,7</b>
Amortizaciones	(26,9)	(3,5)	(16,8)	(2,1)	(15,2)	(1,9)	(15,9)	(1,8)	(14,2)	(1,6)	(16,0)	(1,7)
<b>BENEFICIO DE EXPLOTACION</b>	<b>226.2</b>	<b>29,8</b>	<b>261.2</b>	<b>32,3</b>	<b>274.4</b>	<b>33,5</b>	<b>289.6</b>	<b>33,6</b>	<b>285.3</b>	<b>32,2</b>	<b>280.6</b>	<b>30,0</b>
Ingresos Financieros	0,8	0,1	0,9	0,1	2,5	0,3	2,6	0,3	4,0	0,4	7,0	0,7
Costes Financieros	(2,0)	(0,3)	(1,1)	(0,1)	(0,4)	0,0	(0,3)	(0,1)	(1,3)	(0,1)	(2,2)	(0,2)
Diferencias de Cambio netas	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	(0,1)	0,0	0,1	0,0	(0,1)	0,0
Otras ganancias o pérdidas	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0			(0,0)	0,0	(0,5)	0,1
<b>BENEFICIO ANTES DE IMPUESTOS</b>	<b>225.1</b>	<b>29,6</b>	<b>261.0</b>	<b>32,3</b>	<b>276.1</b>	<b>33,7</b>	<b>291.8</b>	<b>33,8</b>	<b>288.1</b>	<b>32,6</b>	<b>284.8</b>	<b>30,4</b>
Impuesto sobre las ganancias	(67,0)	(8,8)	(76,9)	(9,5)	(79,5)	(9,7)	(83,8)	(9,7)	(84,3)	(9,6)	(81,6)	(8,7)
<b>BENEFICIO DEL EJERCICIO</b>	<b>158.1</b>	<b>20,8</b>	<b>184.1</b>	<b>22,8</b>	<b>196.6</b>	<b>24,0</b>	<b>208.0</b>	<b>24,1</b>	<b>203.8</b>	<b>23,0</b>	<b>203.2</b>	<b>21,7</b>
Intereses minoritarios	(1,1)	(0,1)	(3,0)	(0,4)	(2,6)	(0,3)	(2,9)	(0,3)	(1,7)	0,2	(2,1)	(0,2)
<b>BENEFICIO ATRIBUIBLE A LOS ACCIONISTAS</b>	<b>157.0</b>	<b>20,7</b>	<b>181.1</b>	<b>22,4</b>	<b>194.0</b>	<b>23,7</b>	<b>205.1</b>	<b>23,8</b>	<b>202.1</b>	<b>22,8</b>	<b>201.1</b>	<b>21,5</b>
<b>CASH FLOW (1)</b>	<b>183.9</b>	<b>24,2</b>	<b>197.9</b>	<b>24,5</b>	<b>209.2</b>	<b>25,5</b>	<b>221.0</b>	<b>25,6</b>	<b>216.2</b>	<b>24,4</b>	<b>217.1</b>	<b>23,2</b>

Fuente: Zardoya Otis, Informe anual 2013, p. 130.

## Tabla 2. Balances Consolidados (activos)

### Balances Consolidados

#### BALANCES CONSOLIDADOS (Después de la distribución del beneficio)

(En millones de euros)

	2013		2012		2011		2010		2009		2008	
ACTIVOS	%		%		%		%		%		%	
Inmovilizado Material	66,7	9,4	52,7	9,4	51,5	9,2	54,6	9,4	57,8	9,6	56,5	9,1
Activos Intangibles	206,9	29,1	134,0	23,9	121,3	21,7	118,9	20,4	119,7	19,8	80,4	12,9
Fondo de Comercio	134,6	18,9	56,7	10,1	46,9	8,4	42,2	7,2	40,3	6,7	30,0	4,8
Inversiones financieras	0,7	0,1	0,5	0,1	2,6	0,5	0,6	0,1	0,6	0,1	12,4	2,0
Activos por impuestos diferidos	25,6	3,6	25,5	4,5	26,1	4,7	24,6	4,2	22,7	3,8	24,1	3,9
Otros activos no corrientes	4,3	0,6	6,3	1,1	5,5	1,0	3,8	0,7	2,9	0,5		
<b>ACTIVOS NO CORRIENTES</b>	<b>438,8</b>	<b>61,6</b>	<b>275,7</b>	<b>49,3</b>	<b>253,9</b>	<b>45,4</b>	<b>244,7</b>	<b>42,0</b>	<b>244,0</b>	<b>40,3</b>	<b>203,4</b>	<b>32,8</b>
Existencias	25,1	3,5	28,7	5,1	22,0	3,9	17,6	3,0	18,4	3,0	21,7	3,5
Cuentas Financieras a cobrar	0,4	0,1	0,5	0,1	0,4	0,1	0,6	0,1	0,7	0,1	0,3	0,0
Clientes y otras cuentas a cobrar	202,9	28,5	218,7	39,0	215,8	38,6	228,2	39,2	237,6	39,3	314,8	50,7
Efectivo y equivalente al efectivo	44,9	6,3	37,1	6,6	66,8	12,0	91,0	15,7	104,1	17,2	80,7	13,0
<b>ACTIVOS CORRIENTES</b>	<b>273,3</b>	<b>38,4</b>	<b>285,0</b>	<b>50,8</b>	<b>305,0</b>	<b>54,6</b>	<b>337,4</b>	<b>58,0</b>	<b>360,8</b>	<b>59,7</b>	<b>417,5</b>	<b>67,2</b>
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>712,1</b>	<b>100,0</b>	<b>560,7</b>	<b>100,0</b>	<b>558,9</b>	<b>100,0</b>	<b>582,1</b>	<b>100,0</b>	<b>604,8</b>	<b>100,0</b>	<b>620,9</b>	<b>100,0</b>

Fuente: Zardoya Otis, Informe anual 2013, p. 131.

**Tabla 3. Balances Consolidados (pasivos)**

<b>PASIVOS</b>												
Capital Social	41,8	5,9	38,5	6,9	36,7	6,6	34,9	6,0	33,3	5,5	31,7	5,1
Prima de emisión de acciones	141,9	19,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Reserva Legal	8,5	1,2	7,7	1,4	7,0	1,3	7,0	1,2	6,7	1,1	6,3	1,0
Reservas de consolidación y otras reservas	203,3	28,5	192,6	34,3	194,1	34,7	153,1	26,3	143,4	23,7	141,7	22,8
Acciones propias	(0,3)	0,0	(0,4)	(0,1)	(8,3)	(1,5)						
<b>PATRIMONIO NETO</b>	<b>395,2</b>	<b>55,5</b>	<b>238,4</b>	<b>42,5</b>	<b>229,5</b>	<b>41,1</b>	<b>195,0</b>	<b>33,5</b>	<b>183,4</b>	<b>30,3</b>	<b>179,7</b>	<b>28,9</b>
Diferencias de conversión	(0,3)	0,0	(0,2)	0,0	(0,3)	(0,1)	(0,3)	0,0	(0,3)	0,0		
<b>INTERESES MINORITARIOS</b>	<b>15,6</b>	<b>2,2</b>	<b>24,1</b>	<b>4,3</b>	<b>14,1</b>	<b>2,5</b>	<b>10,0</b>	<b>1,7</b>	<b>9,5</b>	<b>1,6</b>	<b>8,0</b>	<b>1,3</b>
<b>TOTAL PATRIMONIO NETO</b>	<b>410,5</b>	<b>57,6</b>	<b>262,3</b>	<b>46,8</b>	<b>243,3</b>	<b>43,5</b>	<b>204,8</b>	<b>35,2</b>	<b>192,6</b>	<b>31,8</b>	<b>187,7</b>	<b>30,2</b>
Otras cuentas a pagar	7,9	1,1	1,7	0,3	5,2	0,9	15,8	2,7	42,3	7,0	32,3	5,2
Recursos ajenos	10,1	1,4	18,5	3,3	10,7	1,9						
Obligaciones por prestaciones por compromisos	10,0	1,4	12,2	2,2	12,8	2,3	19,7	3,4	21,4	3,5	27,2	4,4
Provisiones para otros pasivos y gastos	4,8	0,7	3,3	0,6	3,0	0,5	2,5	0,4	2,3	0,4	1,9	0,3
Pasivos por impuestos diferidos	33,6	4,7	9,4	1,7	3,6	0,6	2,1	0,4				
<b>PASIVOS NO CORRIENTES</b>	<b>66,4</b>	<b>9,3</b>	<b>45,1</b>	<b>8,0</b>	<b>35,3</b>	<b>6,3</b>	<b>40,1</b>	<b>6,9</b>	<b>66,0</b>	<b>10,9</b>	<b>61,4</b>	<b>9,9</b>
Proveedores y otras cuentas a pagar	201,4	28,3	210,9	37,6	232,9	41,7	281,7	48,4	279,8	46,3	326,9	52,6
Pasivos por impuesto corriente	6,9	1,0	12,3	2,2	25,8	4,6	32,0	5,5	31,8	5,3	25,2	4,1
Recursos ajenos	9,0	1,3	12,6	2,2	4,0	0,7	2,2	0,4	14,9	2,5	0,7	0,1
Provisiones para otros pasivos y gastos	17,9	2,5	17,5	3,1	17,6	3,1	21,2	3,6	19,7	3,3	19,0	3,1
<b>PASIVOS CORRIENTES</b>	<b>235,2</b>	<b>33,0</b>	<b>253,3</b>	<b>45,2</b>	<b>280,3</b>	<b>50,2</b>	<b>337,2</b>	<b>57,9</b>	<b>346,2</b>	<b>57,2</b>	<b>371,8</b>	<b>59,9</b>
<b>TOTAL PASIVOS</b>	<b>301,6</b>	<b>42,4</b>	<b>298,4</b>	<b>53,2</b>	<b>315,6</b>	<b>56,5</b>	<b>377,3</b>	<b>64,8</b>	<b>412,2</b>	<b>68,2</b>	<b>433,2</b>	<b>69,8</b>
<b>TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVOS</b>	<b>712,1</b>	<b>100,0</b>	<b>560,7</b>	<b>100,0</b>	<b>558,9</b>	<b>100,0</b>	<b>582,1</b>	<b>100,0</b>	<b>604,8</b>	<b>100,0</b>	<b>620,9</b>	<b>100,0</b>

Fuente: Zardoya Otis, Informe anual 2013, p. 131.

## 4 El Grupo Enor

### 4.1 Historia

El Grupo Enor tiene mucha menos historia que Zardoya Otis por la diferencia de años que llevan operando, sin embargo, en tan poco tiempo Enor se convirtió en una de las mayores empresas de ascensores que operan en este país hasta el punto de despertar el interés de la multinacional Zardoya Otis.

El Grupo de Empresas Ascensores Enor es un holding que está formado por *Ascensores Enor*, *Electromecánica del Noroeste* y *Enor, Elevação e Equipamentos Industrias*. Nació en Vigo en 1951 con el único cometido de reparar y montar equipamientos eléctricos, sin embargo poco a poco se fue introduciendo en el mundo de los ascensores especiales, las escaleras mecánicas y las puertas automáticas hasta ser capaz de fabricarlos, instalarlos y repararlos. Los ascensores especiales son aquellos que no se producen en cadena de manera estándar, sino que se hacen personalizados bajo pedido.

La evolución de la compañía fue constante y favorable llegando a muchas zonas de España y Portugal. Así, en 2013 la totalidad de las acciones del Grupo Enor, que ascendían a 3.338.463, fueron adquiridas por Zardoya Otis.

Como se explicó en el marco teórico, tras una adquisición, la empresa adquirida continua existiendo y manteniendo su denominación social. Por lo tanto, el Grupo Enor sigue ejerciendo su actividad y cuenta actualmente con una plantilla de 400 empleados en los que invierte, formándolos y actualizándolos a las novedades tecnológicas constantemente.

## 4.2 Cifras

El año que fue comprada, además de unas ventas de 31.218.000 Enor mostraba las siguientes cifras de activos y pasivos en miles de euros:

**Tabla 4. Activos y pasivos adquiridos**

Efectivo y equivalentes al efectivo .....	12.781
Inmovilizado material .....	17.599
Activos Intangibles .....	84.443
Cuentas a cobrar.....	9.618
Existencias .....	1.448
Activo por impuesto diferido .....	313
Otros activos corrientes.....	146
Otros activos no corrientes .....	875
Cuentas a pagar .....	8.994
Pasivo por impuesto diferido.....	25.318

Fuente: Zardoya Otis, Informe anual 2013, p. 75.

## 5 La operación

### 5.1 La oferta de Enor

Antes de ser adquirida, en 2011, el Grupo Enor era propiedad de 84 socios. Aunque no se puede saber el motivo exacto por el que decidieron vender su compañía, se puede hacer una suposición. Como hemos adelantado, llegó un momento en el que los socios se comenzaron a plantear un problema de futuro en la compañía.

Teniendo en cuenta que el Grupo Enor fue fundado en 1951, se puede suponer que la compañía iba a pasar a manos de la tercera generación y, teniendo en cuenta el proverbio: “El abuelo la fundó, el padre la hizo crecer y el nieto la fundió”, era el momento idóneo para realizar la venta antes de que “el nieto la fundiera”.

Así, uno de los principales problemas que afrontan las empresas familiares es que no suelen sobrevivir a la tercera generación y este parece ser el caso del Grupo Enor. Llega un momento en el que los socios de una compañía no están seguros de que pueda tener continuidad futura dentro de la familia y tampoco cabría la posibilidad de que unos socios compraran las participaciones de otros porque no podrían o simplemente porque no querrían. Fue entonces cuando Enor decidió ponerse a la venta a través de su compañía auditora Deloitte.

Cuando una empresa se pone en venta a través de su compañía auditora, es necesario que el consejero delegado de dicha compañía y su auditora redacten juntos un cuaderno de venta. En el cuaderno deben recogerse todos los datos actuales de la compañía y su evolución durante los últimos años.

De este modo, Deloitte, junto con el consejero delegado del Grupo Enor, redactó dicho cuaderno de venta para poder publicar la oferta y poder contactar con los posibles compradores. Zardoya Otis, entre otras, fue una de las compañías que recibió la oferta y comenzó entonces el periodo de negociación con la auditora Deloitte que, como es lógico intentaría conseguir las mejores condiciones posibles para el Grupo Enor.

En su cuaderno de venta, el Grupo Enor puso tres condiciones indispensables que la empresa adquiriente debía cumplir: mantener su plantilla, mantener abierta la fábrica y mantener su marca. Es por ello que la transacción se clasificó dentro del marco teórico como una adquisición, ya que su marca, su empresa no desaparecían tras la operación.

#### 5.1.1 Posibles compradoras

Como ya se ha explicado con anterioridad, el sector de los ascensores es muy amplio y la competencia es cada día mayor. Se tiene que tener en cuenta que, con la crisis inmobiliaria que ha sufrido y continúa sufriendo España, la industria de los ascensores se ha visto muy perjudicada. Como es lógico, si no se construyen edificios, no se instalan nuevos ascensores.

Por ello, las compañías de ascensores se encuentran con una competencia muy fuerte y agresiva, no solo para poder conseguir instalar sus ascensores en los pocos edificios que se construyen ahora con respecto a los años anteriores, sino también para continuar manteniendo los ya instalados. Aunque los ascensores ya hayan sido instalados por una determinada compañía, no es seguro que su mantenimiento futuro vaya a estar en manos de la misma, un

ascensor de Zardoya Otis puede ser perfectamente mantenido y reparado por un técnico de ThyssenKrupp.

De este modo y como consecuencia de esta agresividad en la competencia, se puede suponer que fueron muchas las compañías que quisieron adquirir al Grupo Enor. Esta cantidad de compradores dificultaría la tarea de elegir la mejor oferta, pero también pudo haber beneficiado al Grupo Enor ya que si realmente la cantidad de posibles adquirientes fue tan grande y fuerte como la competencia lo era en el mercado, las compañías intentarían hacer la mejor oferta para superar al resto, lo que pudo haber supuesto pagar por el Grupo Enor más de lo esperado.

Así, entre las posibles compradoras del Grupo Enor podrían estar algunas de las grandes multinacionales del sector e incluso alguna nacional. A continuación, se deduce cuáles pudieron ser las compañías que hicieron una oferta y qué sería lógico que Enor hubiera tenido que tener en cuenta a la hora de elegir.

Por ello, se dan a continuación unos datos clave que alcanzaron en 2011, año posterior al pre-acuerdo de la adquisición del Grupo Enor por Zardoya Otis, algunas de las compañías de mayor tamaño en España. En la tabla siguiente se puede ver la relación entre el número de ascensores instalados por las principales compañías y los instalados y aun mantenidos en 2011 en este país.

**Tabla 5. Elevadores instalados y mantenidos**

<b>Elevadores instalados y mantenidos por la misma empresa por tipo de empresa</b>			
<b>Tipo</b>	<b>Total Elevadores Instalados (A)</b>	<b>Total Elevadores Instalados y Mantenidos (B)</b>	<b>%(B/A)</b>
<b>Orona</b>	58.728	53.488	91,08%
<b>Kone</b>	11.180	9.041	80,87%
<b>Otis</b>	89.199	73.810	82,75%
<b>Schindler</b>	50.393	42.572	84,48%
<b>Thyssen</b>	47.969	42.229	88,03%
<b>Otros</b>	136.300	55.810	40,95%
<b>MANT</b>	10.595	8.305	78,39%
<b>Pymes verticalmente integradas</b>	71.247	38.712	54,33%
<b>Total</b>	475.611	323.967	68,12%

Fuente: Comisión Nacional de Competencia. Expediente. S/0230/10

Este dato es importante porque refleja no sólo el número de ascensores que ha logrado vender cada compañía, sino también su compromiso y su esfuerzo en cuanto al servicio post-venta. Para el Grupo Enor, al ser una compañía familiar, puede resultar interesante ser adquirido por una compañía que transmita cercanía con sus clientes.

El siguiente dato a tener en cuenta sería el resultado que obtuvieron el año anterior a la adquisición ya que como empresa adquirida, buscas de la adquiriente que saque el máximo rendimiento de tu compañía una vez comprada, por lo tanto, las empresas que logran un buen resultado podrían ser buenas candidatas.

A continuación, se observará el número de empleados para poder ver tanto el tamaño de la compañía como la relación con el beneficio. Aquella compañía

que logre un mayor resultado con el menor número de empleados transmitirá productividad.

Por último, el número de países en los que opera cada compañía puede ser otro indicador importante para el Grupo Enor, ya que muestra, en cierto modo, el alcance de las mismas.

Así, se procede a analizar cada uno de los factores en las principales compañías de ascensores de España para después resumirlos en una tabla.

### **Orona**

Orona es una compañía que se fundó en el País Vasco (Guipúzcoa) en 1962, a pesar de su escasa vida, como podemos ver en la tabla 5, ha conseguido dominar el mercado español. Es la compañía del sector que, del total de ascensores que había instalado, mayor número de mantenimientos conservaba, concretamente, el 91,08% de sus ascensores seguían manteniéndose por ella en 2011.

Según su informe anual de ese mismo año, logró alcanzar unos resultados del ejercicio de 89,7 millones de euros y contaba con una plantilla de 4.060 empleados.

### **ThyssenKrupp**

ThyssenKrupp es una empresa alemana fundada en 1865 que no inició su actividad en España hasta 1993.

Del total de ascensores que ha instalado en España, mantenía el 88,03%. Es la segunda empresa que más ascensores de sus instalados continuaba manteniendo, después de Orona. Sus resultados según su informe anual de 2011 fueron de 315 millones de euros y su plantilla de más de 8.250 trabajadores.

### **Schindler**

La empresa suiza fundada en 1874 ocupa el tercer puesto en la tabla que relaciona los ascensores instalados con los instalados y mantenidos.

Del total de ascensores que tenía instalados en España, mantenía el 84,48%. En 2011, como se refleja en su informe anual de ese mismo año, obtuvo unos resultados de 551 millones de euros y contaba con 48.000 trabajadores.

### **Kone**

Kone es la quinta empresa que de los ascensores instalados hasta 2011, más mantenía, un 80,87% de sus ascensores seguían manteniéndose por la compañía. Como se puede ver en la tabla 5, el cuarto puesto estaba ocupado por la empresa objeto de este análisis, Zardoya Otis.

En 2011, Kone tuvo unos resultados anuales de 492 millones de euros y contaba con una plantilla de 40.000 empleados.

Para poder analizar el mercado más fácilmente, se puede ver en la tabla 6 los principales aspectos a tener en cuenta de cada una de las empresas de las que se ha hablado:

**Tabla 6. Datos relevantes de las principales empresas**

Empresas	Nº de países en los que operan	Resultados en 2011 (en euros)	Nº empleados	Nº ascensores instalados	% ascensores instalados y mantenidos
Otis	<b>200</b>	300 M	<b>62.000</b>	<b>89.199</b>	82,75%
Orona	100	89,7M	4.060	58.728	<b>91,08%</b>
ThyssenKrupp	80	315 M	8.250	47.969	88,03%
Schindler	100	<b>551 M</b>	48.000	50.393	84,48%
Kone	80	492 M	40.000	11.180	80,87%

Fuente: Elaboración propia a partir de información recogida en Informes anuales de las compañías de 2011.

Pues bien, estas podrían ser algunas de las empresas que quisieron hacerle una oferta de compra al Grupo Enor. Los datos presentados en la tabla son datos públicos que pudieron haber analizado los socios del Grupo para decidirse, de todos modos no se puede saber la oferta que hizo cada empresa y ese también sería un factor determinante.

Sólo se sabe que aquella empresa que comprara al Grupo Enor tenía que cumplir las tres condiciones indispensables de las que hablamos antes en este apartado. Hoy podemos saber que Zardoya Otis las aceptó y las cumplió al saber que Enor continúa existiendo con sus empleados y su fábrica.

Todas la compañías anteriores reflejan buenos resultados, no hay una clara vencedora que destaque sobre el resto en todos los aspectos que se están teniendo en cuenta.

Orona, para ser una empresa tan joven, tiene un buenas cifras, no solo es la segunda compañía que más ascensores ha instalado, 58.728, sino que es la que más ascensores instalados mantiene. Ha conseguido instalar sus ascensores en más países que ThyssenKrupp y Kone, sin embargo, a pesar de su gran crecimiento y la cantidad de países en los que opera, es la que menos trabajadores tiene y su resultado del ejercicio anual de 2011 es el más bajo.

Teniendo en cuenta los países en los que opera ThyssenKrupp y su bajo número de empleados en comparación con el resto de compañías, su resultado del ejercicio 2011 es uno de los más altos a pesar de parecer más pequeña. Con un menor número de ascensores instalados, ha logrado un resultado tres veces mayor que Orona, gracias a esto ThyssenKrupp puede transmitir una imagen de ser una compañía eficiente, ya que con menos “medios” ha logrado mayores resultados.

Schindler, por su parte, registra una plantilla mayor que Orona y un alcance internacional similar. El número de países al que llegan sus ascensores se encuentra en la media y su plantilla es la segunda más grande. En cuanto al número de ascensores que ha instalado, Schindler no es de las mejores, sin embargo es la que mayor resultado del ejercicio registró en 2011.

Kone se encuentra en la misma línea que Schindler pero con unas cifras ligeramente inferiores, por lo que para el Grupo Enor, resultaría más interesante considerar como posible compradora Schindler.

Así, se puede descartar Kone y dejar la lista de posibles compradoras del Grupo Enor en cuatro: Zardoya Otis, Orona, ThyssenKrupp y Schindler.

No se puede saber lo que buscaba el Grupo Enor en su compañía adquirente, no se sabe si Orona por el hecho de ser nacional destacó sobre el resto o si a los socios de Enor no les pareció un factor relevante. Lo que si se sabe es que de los cinco factores que se han tenido en cuenta, Zardoya Otis destaca en tres, es la compañía que a más países había llegado, es la contaba con la mayor plantilla y la que mayor número de ascensores instalados tenía. Mientas que los otros dos factores están repartidos entre Orona que destaca por el porcentaje que relaciona ascensores instalados con los mantenidos y Schindler que es la que mayor resultado del ejercicio obtuvo ese año. También se tiene que tener el cuenta que las actividades de Zardoya Otis y las del Grupo Enor son complementarias ya que mientas la primera compañía se dedica fundamentalmente a la fabricación de ascensores estandarizados, el Grupo Enor se centra en la fabricación de ascensores especiales, de este modo lo que le falta a una se lo proporciona la otra.

Por lo tanto, sin saber cual fueron las ofertas de cada compañía, se puede llegar a la conclusión de que Zardoya Otis era la que mejores cifras tenía y eso pudo haber condicionado la decisión del Grupo Enor inclinando la balanza a su favor.

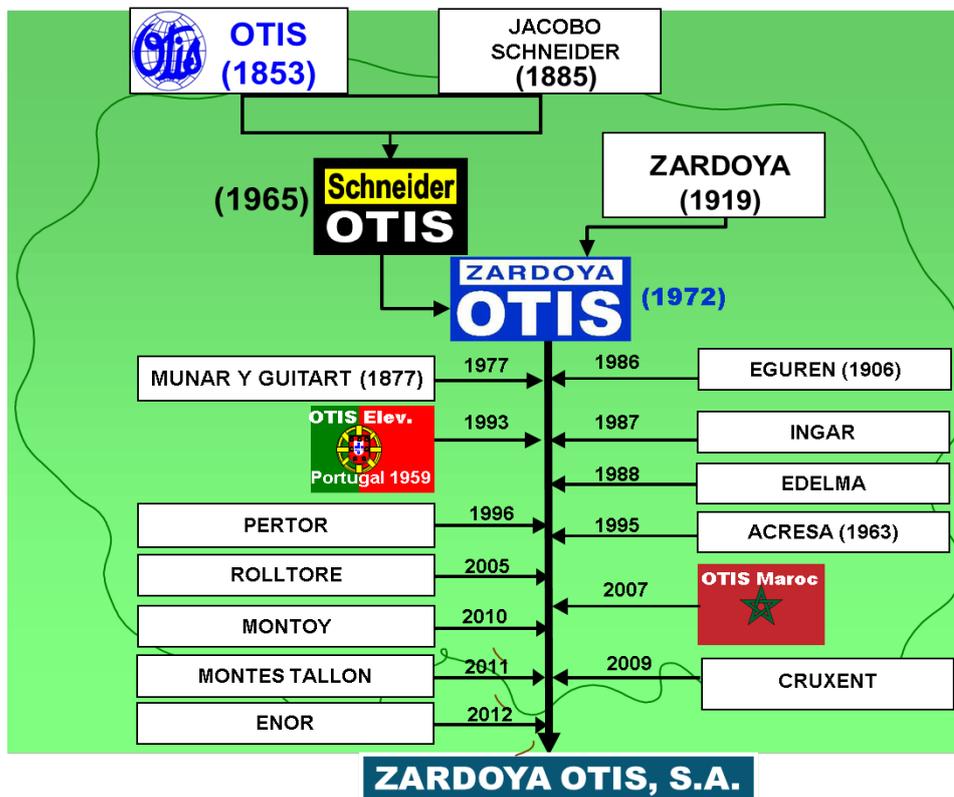
## 5.2 La oferta de Zardoya Otis

Desde su constitución en 1854, Otis ha seguido una firme estrategia de adquisiciones, logrando un crecimiento constante y rentable hasta lo que conocemos hoy. La evolución histórica de la compañía en cuanto a sus principales y más significativas transacciones comenzó con la fusión con una

empresa fundada tan solo 31 años después que Otis, Jacobo Schneider, S.A. de la que se habló anteriormente.

La segunda operación de transacción relevante, que también se explicó en el apartado 3.1, se cerró en 1972 cuando Schneider Otis, S.A adquirió Zardoya, S.A., Tras esto, se sucedieron diversas transacciones más hasta la que se analiza en este trabajo. En la imagen se pueden ver las transacciones más relevantes para la compañía y sus fechas hasta la del Grupo Enor:

**Tabla 7. Evolución histórica de fusiones y adquisiciones**



Fuente: Extraído de la conferencia en ICADE de Fernández, Rafael, Adquisición de empresas: la visión del comprador. 18 de Octubre de 2013

El manual que sigue cualquier compañía a la hora de llevar a cabo adquisiciones se basa en el frecuente contacto con vendedores potenciales y la

aplicación del concepto “WIN 2 WIN” cuya principal idea es transmitir que no solo la compañía adquiriente es quien logra un beneficio como fruto de la transacción, sino que son ambas compañías participantes quienes se lucran con la operación.

### 5.3 El pre-acuerdo

Tras la negociación, Zardoya Otis llegó a un acuerdo con el Grupo Enor.

Según la memoria de Zardoya Otis S.A de 2013, donde se recogen todos los datos de la operación, ambas compañías acordaron un precio de venta de 153.911.639,7 euros y como se puede ver en el balance consolidado de Zardoya, la compañía no contaba con tanto dinero, en 2012 tuvo un efectivo y equivalentes a efectivo de 37.100.000 euros por lo que por ello se debió pactar el pago en acciones.

El 2 de agosto de 2012 se firma el pre-acuerdo. Ese día, la acción de Zardoya Otis cotizaba a 9,1 euros y si se divide el precio pactado por el Grupo Enor, 153.911.639,7, entre dicha cotización, se obtiene un total de 16.913.367 acciones.

Es decir, haciendo el canje ese mismo día, para que Zardoya Otis pagara por Enor 153.911.639,7 euros, debía entregarle 16.913.367 acciones de su compañía a 9,1 euros cada una, que era la cotización de la acción el 2 de agosto de 2012.

### 5.4 El acuerdo

Como se puede ver en dicha memoria, el 20 de diciembre de 2012, Zardoya Otis se reunió con su Consejo de Administración donde acordaron convocar

para el 30 de enero del siguiente año una Junta General Extraordinaria de Accionistas. El objetivo de dicha Junta era aprobar las diferentes medidas necesarias para llevar a cabo la adquisición.

Zardoya Otis había acordado con Enor la compra del 100% de su capital social que estaba compuesto en aquel entonces por 3.338.463 acciones cuyo importe nominal era de 3 euros. Se llegó a un acuerdo para realizar el pago de la operación mediante acciones, concretamente 16.913.367 acciones de Zardoya Otis a cambio de las 3.338.463 del Grupo Enor.

El número de acciones que componían el capital social de Zardoya Otis era 385.241.499 por lo que se podría pensar que eran más que suficientes para realizar el canje con Enor, sin embargo, para que eso fuera posible, los propietarios de 16.913.367 acciones tenían que vender a las mismas personas al mismo tiempo, es decir, Enor tendría que conseguir que los propietarios de esa gran cantidad de acciones quisieran vender a la vez.

Esta opción casi nunca se contempla cuando, en transacciones, se acuerda el pago en acciones porque es muy improbable y complejo de realizar. La mayoría de las empresas recurren directamente a la ampliación de capital social.

#### 5.4.1 Ampliación de capital social

José Luis Mateu Gordon, en el diccionario económico de Expansión define una ampliación de capital como “[...] una operación de financiación empresarial que consiste en aumentar los fondos propios de una sociedad, es decir, incrementar su capital social.”

Esta operación puede llevarse a cabo de dos maneras:

- A través de la emisión de nuevas acciones. Cuando se emiten nuevas acciones, generalmente los accionistas de la compañía tienen preferencia para comprarlas con respecto al público que no es accionista. Este concepto de preferencia es lo que se denomina Derecho de Suscripción Preferente (DSP).

El objetivo de otorgar este derecho es que los que ya son accionistas de la empresa no pierdan su porcentaje de participación en la misma. Cuando se es accionista de una empresa se tiene derecho a participar en la mayoría de la toma de decisiones y votar según se crea correcto, generalmente, una acción equivale a un derecho de voto. Por lo tanto, el peso de dicho voto dependerá del número de acciones totales de la compañía. Veámoslo con un ejemplo:

Una empresa cualquiera tiene un capital social que asciende a 100.000 euros y que está compuesto por 10.000 acciones (10 euros de valor nominal cada una) que cotizan a 12 euros cada una.

Si un accionista A de esa empresa posee 2.000 acciones y un derecho de voto por cada una, su porcentaje de participación en la empresa es del 20% ( $2.000/10.000 \times 100$ ). Lo que significa que del 100% de los votos, dicho accionista tendría poder sobre el 20%.

Más adelante, la empresa realiza una ampliación de capital emitiendo 5.000 acciones, es decir que emite una acción nueva por cada dos acciones antiguas, de este modo la ecuación de canje con respecto a las acciones antiguas es de 0,5 ( $5.000/10.000$ ). Emite estas acciones con una prima de emisión de 9 euros cada una. Esto supondría un aumento de capital de 45.000 euros ( $5.000 \times 9$ ). Siendo el nuevo número de acciones 15.000 ( $5.000 +$

10.000) y el nuevo capital social de 145.000 euros (45.000 + 100.000), se pueden dar dos posibles escenarios para el accionista A:

➤ Si no hace nada al respecto. Si el accionista no acude a la ampliación de capital y renuncia a su derecho de suscripción preferente, mantendría el mismo número de acciones y de votos pero ahora el total de acciones de la compañía es mayor, por lo que su porcentaje de participación se diluirá. Su nuevo porcentaje será de 13% ( $2.000/15000 \times 100$ ), ahora, del total de votos, el accionista A tiene poder sobre el 13%, se ha diluido en 7 puntos porcentuales.

En este escenario se tiene que tener en cuenta que al accionista le corresponden unos derechos de suscripción preferente que tienen un precio en el mercado ya que mucha gente no accionista quiere comprar esas acciones que están más baratas que en el mercado. Recordemos que en el mercado están a 12 euros y las nuevas acciones están a 9.

Así pues, el accionista A se diluye pero obtiene dinero por la venta de sus derechos de suscripción preferente. Concretamente tiene 2.000 derechos con los que puede comprar 1.000 acciones porque se ha emitido una nueva acción por cada dos antiguas. El precio de un derecho de suscripción preferente se obtiene mediante la siguiente ecuación:

$$\text{N}^\circ \text{ de acciones nuevas} / \text{n}^\circ \text{ de acciones totales} \times \text{canje} =$$

$$5.000 / 15.000 \times 0,5 = 0,16 \text{ euros por derecho}$$

Como el accionista A tiene 2.000 DSP, obtendría por su venta  $2.000 \times 0,16 = 333,33$  euros.

➤ Si acude a la ampliación. El accionista quiere mantener su porcentaje de participación en la empresa (20%) por lo que si el nuevo número de acciones es 15.000, el 20% sería 3.000 acciones ( $15.000 \times 20\%$ ) y como ya tiene 2.000 acciones solo debe comprar 1.000 más. Esas acciones tienen un coste de 9 euros cada una, por lo que supondría un gasto total de 9.000 no diluirse.

- El otro tipo de ampliación de capital consiste en aumentar el valor nominal de las acciones ya existentes.

En el ejemplo anterior la empresa tiene 100.000 euros de capital social formado por 10.000 acciones, el valor nominal de dichas acciones es de  $100.000/10.000 = 10$  euros. En este caso si se quiere ampliar capital hasta 145.000 euros y no se quiere emitir acciones, el nuevo valor nominal de las mismas debería ser  $145.000/10.000 = 14,5$  euros. Los accionistas deberían aportar  $14,5 - 10 = 4,5$  euros por cada acción antigua.

De este modo, para que Zardoya pudiera emitir y poner en circulación esas acciones, era necesario realizar una ampliación de capital social, que ascendía en ese momento a 38.524.149,9 euros, a través de la emisión de nuevas acciones con el consentimiento de los accionistas.

Sin embargo, a diferencia del ejemplo visto anteriormente, quienes tienen que comprar las nuevas acciones no son los antiguos accionistas de Zardoya Otis, sino los accionistas del Grupo Enor. En este caso, como medio de pago Zardoya Otis recibiría acciones del Grupo Enor, es lo que se llama una aportación no dineraria.

Es decir, las acciones emitidas por Zardoya en esta ampliación serían íntegramente desembolsadas por los accionistas del Grupo Enor poseedores

del 100% del capital de dicha compañía realizando el pago mediante una aportación no dineraria de su totalidad de acciones, 3.338.463.

Por lo tanto, los accionistas de Zardoya Otis debían aceptar la ampliación de capital a través de la emisión de nuevas acciones pero restringida a los accionistas del Grupo Enor, lo que significa que debían renunciar a su derecho de suscripción preferente y aceptar su dilución.

De ahí que el 30 de enero de 2013 se convocara la Junta General de Accionistas donde se acordó la emisión y puesta en circulación de dichas acciones (16.913.367) , cada una con un valor nominal de 0,10 y una prima de emisión de 9,10 euros (cotización de la acción el 2 de agosto de 2012), lo que supuso 1.691.336 euros en concepto de valor nominal y 153.911.639,7 euros por la prima de emisión.

El canje de las acciones no se produjo hasta el 7 de febrero 2013. En esa fecha, la acción cerró su cotización en 10,39 euros, lo que benefició al Grupo Enor ya que por sus 3.338.463 acciones obtuvo un valor contable atribuido de 175.729.883,1 euros (10,39 x 16.913.367) en lugar de los 153.911.639,7 euros (9,1 x 16.913.367) pactados previamente.

Esta variación en la cotización de las acciones entre en 2 de agosto de 2012 y el 7 de febrero de 2013 daría lugar a una diferencia de 1,29 euros (10,39 - 9,1) por acción, lo que supuso un total de 21.818.243,4 euros más que recibía el Grupo Enor por sus 16.913.367 acciones.

El 14 de febrero de ese año quedó inscrita la transacción en el Registro Mercantil de Madrid.

## 6 El resultado

### 6.1 Valor contable atribuido

Teniendo en cuenta que no existieron otros costes atribuibles, se tendría que analizar si a Zardoya Otis, el Grupo Enor le costó 21.818.243,4 euros más por ese cambio de valoración de la acción entre el 2 de agosto de 2012 y el 7 de febrero de 2013.

En un primer momento, este cambio no supuso pérdidas para Zardoya Otis, pues contabilizaría esa diferencia como mayor prima de emisión. Pero si podría perjudicar a la compañía si sucediera lo que a continuación de detalla.

Demos por supuesto que Zardoya Otis estimo unos flujos de caja anuales de 15 millones de euros. En caso de no conseguir esos 15 millones de euros anuales, la compañía tendría que depreciar la inversión por el efecto de deterioro de valor o *impairment*, donde se incluirían los 21.818.243,4 euros de la mayor prima de emisión haciendo un total de 175.729.883,1 euros.

Este ajuste por deterioro de la inversión va directamente a los resultados del año como pérdidas, por lo tanto Zardoya Otis solo se vería perjudicada en caso de que tuviera que contabilizar dicha depreciación de la inversión.

### 6.2 La inversión: Dividendos

Por otro lado, también se tiene que tener en cuenta que la compra del Grupo Enor es una inversión que de salir mal, perjudicaría a la compañía Zardoya Otis y a sus accionistas. Por ello, habría que analizar los beneficios que tendría que

tener el Grupo Enor tras la ampliación para que los accionistas de Zardoya Otis no se vieran perjudicados por la ampliación del capital.

Un calculo muy sencillo seria el siguiente:

Según su informe anual, en el año 2013, Zardoya Otis repartió como dividendos la cantidad correspondiente a 0,367 céntimos por acción. Teniendo en cuenta el número de acciones que ahora están en manos de los accionistas del Grupo Enor, concretamente 16.913.367 acciones, en 2013 obtendrían 6.207.205,69 euros en dividendos. Esto significa que Zardoya Otis, y por tanto sus accionistas, entregarían dicha cantidad al Grupo Enor. Por lo tanto, para que Zardoya Otis no perdiera dinero al darle los dividendos, el Grupo Enor debería aportar más beneficio a la compañía que esa cantidad.

Sin embargo, como los dividendos son repartidos en función del resultado neto, para que los accionistas de Zardoya Otis no perdieran dinero con su inversión, Enor tendría que generar un beneficio bruto en 2013 un 30% superior a 6.207.205,69 euros ya que el impuesto de sociedades ese año era del 30% del resultado bruto.

Entonces, para que el resultado neto fuera 6.207.205,69 euros, el resultado bruto al final de 2013 del Grupo Enor debería ser de 8.867.436,7 euros  $(6.207.205,69/0,7)$ .

Si comprobamos la nota 15 de la pagina 65 de la memoria de Zardoya Otis de 2013, se puede ver que Enor obtuvo un resultado neto consolidado de 2.787.000 euros, muy por debajo de los 6.207.205,69 euros de resultado neto que debería haber alcanzado.

### 6.3 Dilución del capital social

Por último, no se debe obviar la dilución que sufrieron los accionistas de Zardoya Otis por no poder acudir a la ampliación del capital social. En ese momento, según la memoria de Zardoya Otis de 2013, la distribución de los accionistas era la siguiente:

- United Technologies Corporation (UTC). Poseía el 50,01% del total de los derechos de voto
- Euro Syns. S.A. Poseía el 11,81% del total de los derechos de voto.
- Socios minoritarios. Poseía el 38,18% del total de los derechos de voto.

El capital social de Zardoya Otis en el año 2013 estaba formado por exactamente 385.241.499 acciones y tras la ampliación, se le sumaron las 16.913.367 acciones necesarias para comprar al Grupo Enor, lo que supuso alcanzar un total de 402.154.866 acciones. La distribución de acciones antes de la ampliación, suponiendo que a cada acción le corresponde un derecho de voto, era la siguiente de acuerdo a los porcentajes de participación anteriormente descritos:

- United Technologies Corporation (UTC). Tenía 192.659.274 acciones (385.241.499 x 50,01%)
- Euro Syns. S.A. Tenía 45.497.021 acciones (385.241.499 x 11,81%)

- Socios minoritarios. Tenían 147.085.204 acciones (385.241.499 x 38,18%)

Teniendo en cuenta que el número de acciones de los accionistas de Zardoya Otis se mantiene igual tras la ampliación, el nuevo porcentaje de derechos de votos sería el siguiente:

- United Technologies Corporation (UTC). Tenía 192.659.274 acciones, si se dividen entre el nuevo número de acciones totales, 402.154.866, tras la ampliación UTC tendría el 47,91% de los derechos de voto.

- Euro Syns. S.A. Tenía 45.497.021 acciones, por lo que haciendo el mismo cálculo que en el apartado anterior se obtiene que el nuevo porcentaje de derechos de voto de Euro Syns. S.A es del 11,31%.

- Socios minoritarios. Tenían 147.085.204 acciones. Del mismo modo, se obtiene que el nuevo porcentaje de participación de los socios minoritarios es del 36,57%.

- Grupo Enor, con sus 16.913.367 acciones, entra en la compañía con un porcentaje de derechos de voto del 4,21%

Si se observan las diferencias, se ve que la ampliación de capital social restringida supondría para UTC la pérdida de la mayoría de los derechos de voto. Pero, según se puede ver en la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), concretamente en un hecho relevante recogido el 30 de enero de 2013, UTC no podía perder su mayoría de derechos de voto. Para solucionarlo, Zardoya Otis suscribió un pacto de sindicación dicho día que consistía en lo siguiente:

“[...]Euro Syns suscribirá durante la primera quincena de febrero un contrato de prenda de acciones con UTH en virtud de la cual, [...] se pignorarían 8.458.074 acciones de la Sociedad de las que Euro Syns es su titular (representativas de aproximadamente un 2,103% del capital social post-aportación) a favor de UTH<sup>2</sup> [...]”

Esto quiere decir que Euro Syns cedió a UTC los derechos de voto de dicha cantidad de acciones antes de que se realizara el canje con el Grupo Enor, lo que significaba que UTC tendría 192.659.274 derechos por sus acciones más los 8.458.074 derechos que le “prestaba” Euro Syns, esto hacía un total de 201.117.348 derechos de voto que entre el número de acciones totales, 402.154.866, otorga a UTC un porcentaje aproximado de 50,01% de nuevo.

Euro Syns no cedería estos derechos por mucho tiempo asique suponemos que UTC tiene un margen para poder recuperar la mayoría del 50,01% y el único modo de recuperarla sería acudiendo al mercado a comprar acciones o aportando un activo a la sociedad.

Si UTC decidiera recuperar su mayoría a través de la compra de acciones, simplemente tendría que comprar el número necesario de acciones para recuperar dicha mayoría, que es justamente el número de acciones cuyos derechos de voto ha pignorado Euro Syns a favor de UTC, es decir que UTC tendría que comprar en el mercado 8.458.074 acciones a los accionistas minoritarios.

---

<sup>2</sup> UTH es una holding de UTC propietaria de las acciones de Zardoya Otis.

En el caso de que aportara un activo de su propiedad, aumentaría el capital de Zardoya Otis por el valor de ese activo y la compañía pagaría dicho activo a través de acciones que pasarían a ser propiedad de UTC . De esta manera, UTC podría recuperar esa diferencia entre los 50,01% de los derechos de voto antes de la ampliación y los 47,91% con los que se quedó tras ella.

Habría que analizar de qué manera, aportando un activo, UTC recuperaría la mayoría. Así, se puede poner un ejemplo para aproximar el valor que debería tener dicho activo.

Como ya se ha dicho, el capital de Zardoya Otis tras la ampliación estaba constituido por 402.154.866 acciones. Del total de las acciones, UTC era propietario de 192.659.274, lo que supone ser dueño del 47,91% de los derechos de voto, sin embargo el 30 de enero de 2013 Euro Syns, el segundo accionista mayoritario de Zardoya Otis, decidió cederle sus derechos de voto correspondientes a 8.458.074 acciones para que UTC no perdiera la mayoría tras el canje de la operación.

Supongamos que UTC decide recuperar la mayoría con una aportación de un bien al capital social de Zardoya Otis el día 28 de marzo de 2013. Ese día la cotización de las acciones de Zardoya Otis cerró en 10,43 euros por acción, por lo tanto, el 28 de marzo de 2013, según su número total de acciones y su cotización, Zardoya Otis valía en bolsa 4.194.475.252 euros (402.154.866 x 10,43). El 50,01% de ese valor asciende a 2.097.653.935,99 euros pero UTC solo poseía el 47,91%, es decir “era dueño” de 2.009.436.224,17 euros del total de dicho valor.

Por lo tanto, la diferencia entre esas cantidades  $2.097.653.935,99 - 2.009.436.224,17 = 88.217.711,82$  euros, es lo que debería valer el activo que UTC aportara a Zardoya el día 28 de marzo de 2013.

De esta manera, se puede ver que el valor del bien también puede calcularse a través del número de acciones, es decir, si a UTC le faltaban 8.458.074 acciones para alcanzar la mayoría y la cotización el 28 de marzo de 2013 fue de 10,43, el valor del activo debería ascender a 88.217.711,82 euros. Los cálculos con todos los decimales se encontrarán en el anexo dos, valor del activo que debía aportar UTC para recuperar la mayoría.

Como se puede comprobar, esta cantidad es exactamente la misma calculada anteriormente. Por lo tanto, si UTC quisiera aportar un bien a Zardoya Otis el 28 de marzo de 2013, el bien debería valer como mínimo 88.217.711,82 euros. Se ha elegido un día al azar para el ejemplo ya que, como se ha podido ver, la cotización de la acción del día concreto en el que se realice la aportación condiciona el valor del bien.

No obstante, es difícil que UTC poseyera un bien cuyo valor fuese exactamente ese, por lo tanto, podría vender a Zardoya Otis un bien de mayor valor, solo que Zardoya Otis pagaría los primeros 88.217.711,82 euros del valor total en acciones, concretamente dándole a UTC 8.458.074 acciones y el resto del valor se pagaría con dinero. Se tiene que tener en cuenta que al aportar ese bien, UTC, como recuperaría la mayoría, sería propietario del 50,01% del mismo, por lo tanto, no es necesario que Zardoya Otis pague la totalidad del valor del bien, solo deberá pagar el 49,99%. Es decir, si el bien valiera 200.000.000 euros, Zardoya Otis pagaría por él 99.980.000 euros ( $200.000.000 \times 49,99\%$ ), de los que 88.217.711,82 se pagarían en acciones y 11.762.288,18 en dinero.

Como ya se ha dicho, no es fácil encontrar en el mercado cantidades tan grandes de acciones, en consecuencia, Zardoya Otis debería realizar otra ampliación de capital restringida esta vez a los socios de UTC. En esta

ampliación en lugar de pagar acciones a cambio de acciones, Zardoya Otis pagaría acciones a cambio de un bien.

Para saber cual de las dos opciones ha decidido aplicar UTC, se tendrían que revisar los hechos relevantes publicados ya que tanto la compra de dicha cantidad de acciones, como la aportación del bien a la Sociedad, suponen tal desembolso de capital que es obligatoria su comunicación a la Comisión Nacional del Mercado de Valores. En el caso de no encontrarse alguno de estos dos hechos relevantes, supondríamos que UTC continúa conservando la pignoración de Euro Syns.

Así, el 9 de enero de 2015, se publica el hecho relevante que refleja que UTC ha decidido recurrir a la primera opción y ha comprado en el mercado las acciones que necesitaba para recuperar la mayoría y que por ello se procedería en los días siguientes a la cancelación de la prenda de las acciones:

“[...] Dado que UTH ha devenido titular en el día de hoy de acciones representativas del 50,01% del capital social de la Sociedad, circunstancia que además ha sido convenientemente notificada por UTH a la Sociedad y a la Comisión Nacional del Mercado de Valores por medio de la correspondiente comunicación de participación significativa, por medio del presente hecho relevante la Sociedad pone en su conocimiento que ha concluido el Pacto de Sindicación.

Asimismo, le informamos de que Euro Syns y UTH tienen previsto formalizar en los próximos días la cancelación de la prenda de acciones que ambas partes suscribieron el 7 de febrero de 2013 y en virtud del cual se pignoraron, en garantía de las obligaciones del Pacto de Sindicación, 8.458.074 acciones de la Sociedad titularidad de Euro Syns a favor de UTH.”

## 7 Conclusiones

Como conclusión es necesario destacar que la compra-venta de empresas es un campo muy amplio a analizar y mucho más complejo de lo que aparenta ser.

Cuando una empresa quiere adquirir a otra, la negociación es el primero de los muchos pasos que quedan por matizar. Aunque aparentemente se haya llegado a un acuerdo razonable con la empresa que se va a comprar, tiene que tenerse en cuenta el impacto de la operación en los *stakeholders* de la compañía, ya que pueden verse perjudicados.

En el caso de Zardoya Otis y el Grupo Enor, se ha podido ver que aun habiendo llegado a un acuerdo en el precio y medio de pago, la repercusión en el accionista mayoritario de Zardoya Otis, UTC, fue negativa ya que tras la ampliación de capital en la que se emitieron las acciones necesarias para comprar al Grupo Enor, la participación de los accionistas de Zardoya Otis se vio disuelta, lo que implicó la pérdida de la mayoría de los derechos de voto para UTC.

La solución a este problema vino de la mano del segundo accionista mayoritario de Zardoya Otis, Euro Syns, quien antes de que se realizara el canje de las acciones de Zardoya por las del Grupo Enor, decidió ceder a UTC un porcentaje de sus derechos de voto, 8.458.074 derechos concretamente, necesario para que pudiera recuperar la mayoría de los mismos. Por lo tanto, en el caso de que Euro Syns no hubiera cedido a UTC los derechos de voto, esta transacción no se podría haber llevado a cabo.

Una vez resuelto el problema de la pérdida de la mayoría de derechos de voto de UTC, surgió una nueva contrariedad. Zardoya Otis ya había pactado la entrega de 16.913.367 acciones al Grupo Enor a cambio de sus 3.338.463 acciones el 2 de agosto de 2012, pero en canje no se efectuaría hasta el 7 de febrero de 2013.

El 2 de agosto de 2012 las acciones de Zardoya Otis cotizaban a 9,1 por lo que si multiplicamos ese número por las 16.913.367 acciones que se pagaron por el Grupo Enor, la operación costaría mas o menos 154 millones de euros. Sin embargo el 7 de febrero de 2013, las acciones de Zardoya Otis cerraron a 10,39 lo que supuso elevar el precio de la operación hasta aproximadamente 175 millones de euros, 21 millones de euros más que lo previsto. Esto solo perjudicaría a Zardoya Otis en el caso de no lograr los flujos de caja estimados ya que supondría un deterioro de la inversión que iría directamente a los resultados del año como pérdidas y como no se puede saber cómo valoró Zardoya Otis al Grupo Enor, no se puede evaluar el daño de la diferencia en la cotización entre ambas fechas.

El último factor a tener en cuenta sería el reparto de dividendos, pues por las 16.913.367 acciones de Zardoya Otis, el Grupo Enor obtendría un dividendo de exactamente 0,367 euros por acción, que fue el dividendo repartido el año de la operación. Es decir, Zardoya Otis entregaría 6.207.205,69 euros en dividendos al Grupo Enor. Por lo tanto, el resultado neto aportado a Zardoya Otis por Enor el año siguiente al pre-acuerdo debería ser mayor a esa cantidad ya que de este modo la transacción no resultaría en pérdidas. Sin embargo, como se puede comprobar en el Informe Anual de Zardoya Otis, el Grupo Enor cerró el año con un resultado neto de 2.787.000 euros, es decir, se entregó más dinero a través de dividendos a Enor del que aportó a Zardoya Otis.

Así, se puede ver como un simple fallo en la cadena de toma decisiones influye en toda la operación hasta el punto de hacerla inviable. El detalle de

pignorar los derechos de voto de Euro Syns a favor de UTC fue la pieza clave que hizo posible la operación, el que luego resultara rentable o no para Zardoya Otis es un problema completamente ajeno. Como se puede comprobar en el Informe anual de 2013, el primer año la operación no fue muy rentable por lo explicado con el reparto de dividendos y como Zardoya Otis aun no ha publicado en su web el Informe anual de 2014 no se puede saber si la rentabilidad al año siguiente fue mayor.

## 8 Bibliografía

Bueno, M. C. (s.f.). Expansión. Recuperado el 2015, de <http://www.expansion.com/diccionario-economico/opa-hostil.html>

Directory M Artículos informativos. Obtenido de [http://www.articulosinformativos.com/Las\\_fusiones\\_y\\_adquisiciones-a876050.html](http://www.articulosinformativos.com/Las_fusiones_y_adquisiciones-a876050.html)

Fernández, R. (18 de octubre de 2013). Adquisición de empresas: La visión del comprador. Madrid.

Fernández, Pablo (1999). Richard A. Brealey, S. C. *Fundamentals of Corporate Finance*. 3.

García Estévez, Pablo (2008). El método de Valoración por Múltiplos

Gordon, J. L. (s.f.). Expansión. Recuperado el 2015, de <http://www.expansion.com/diccionario-economico/ampliacion-de-capital.html>

Grupo Enor. (s.f.). Enor. Recuperado el 2015, de <http://www.enor.es/historia.asp?lin=1>

Hart, K. (2014). eHow en español. Obtenido de [http://www.ehowenespanol.com/cuales-son-distintos-tipos-fusiones-sobre\\_102216/](http://www.ehowenespanol.com/cuales-son-distintos-tipos-fusiones-sobre_102216/)

Izquierdo Llanes, Gregorio (2000) ¿Por qué se compran y venden empresas en España?

Kone. (2011). Financial Statements Kone 2011.

McCann, J. E. (1990). Fusiones y adquisiciones de empresas.

Perez-Íñigo, J. M. (2011). Fusiones, adquisiciones y valoración de empresas (5 ed.).

Prat, Margarita y M. Arroyo, Antonio.(2004) Dirección financiera

Richard A. Brealey, S. C. Fundamentals of Corporate Finance. 3.

S.A, Z. O. (2011). Informe anual 2011.

S.A, Z. O. (2013). Informe Anual 2013.

S.A, O. (2011). Memoria 2011.

Schindler. (2011). Shaping the future with leading technology. Visión general del Grupo 2011.

ThyssenKrupp. (2011). Annual Report 2011.

Zardoya Otis. (s.f.). Otis United Technologies. Recuperado el 2015, de <http://www.otis.com/site/es-esl/Pages/Ascensores-Otis-Conocenos-Hitos-Historicos.aspx>

Zardoya Otis S.A y Comisión Nacional del Mercado de Valores. (30 de enero de 2013). Hecho relevante. Madrid.

Zardoya Otis S.A y Comisión Nacional del Mercado de Valores. (9 de enero de 2015). Hecho relevante. Madrid.

## Anexo 1 Descuento de Flujos de caja

Para verlo más detalladamente, se puede llegar a un resultado final a través de los siguientes pasos:

### a) Predecir los flujos de caja futuros operativos

Lógicamente, el primer paso del modelo es predecir a través de las cifras actuales de la empresa, los flujos de caja que generará en un futuro. Para calcularlos se debe saber cuáles son las estimaciones a futuro de todos los datos que se van a tener en cuenta, el incremento que se prevé que vaya a haber en las ventas o si el coste de las materias primas se va a ver afectado únicamente por la inflación etc.

Una vez recogidos los datos, se debe partir de los ingresos de explotación, es decir, los ingresos que se obtienen por realizar la actividad principal, como puede ser los ingresos de vender caramelos. A estos ingresos, es necesario restarles los gastos de explotación, es decir lo que a la empresa le ha costado la producción de esos caramelos, se llega entonces al resultado bruto de explotación o *EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization)*.

El siguiente paso sería deducir las amortizaciones y depreciaciones que se encuentran en el balance anual de la empresa que se analiza para llegar así al resultado neto de explotación o *EBIT (Earnings Before Interest and Taxes)*. Sobre este resultado se calculan los intereses con la correspondiente tasa y se restan para llegar de este modo al *NOPAT (Net Operating Profit After Tax)*.

$$\text{Flujo de caja libre} = \text{EBIT} \times (1-t) + \text{Amortizaciones} - \Delta\text{NOF} - \text{CAPEX}$$



NOPAT

Una vez se ha obtenido el *NOPAT* se vuelven a sumar las amortizaciones y depreciaciones que anteriormente se habían deducido, se resta el *CAPEX* (*Capital Expenditure*) que recoge las inversiones realizadas por la empresa con el objetivo de obtener un mayor beneficio y se suma o resta la variación del NOF (Necesidades Operativas de Financiación) en función de si es negativa o positiva.

Para realizar ese último paso, es necesario calcular en NOF de los próximos años para poder ver su variación. Se haría de la siguiente manera:

$$\text{NOF} = \text{Existencias} + \text{Clientes} - \text{Proveedores}$$

Se realiza este cálculo todos los años que se han decidido estimar y se coge la diferencia entre los mismos. Si de en el año  $n$  se ha obtenido un NOF de 10.000 euros y en el año  $n + 1$  un NOF de 9.000 euros, al *NOPAT* se le deben deducir 1.000 euros.

Como resultado se obtienen finalmente los Flujos de caja de todos los años, generalmente suele hacerse una estimación de cinco o diez años. Así, una vez logrado el primer paso, se pasa al segundo.

## **b) Cálculo del WACC**

El *WACC* (*Weighted Average Cost of Capital*) es el coste medio ponderado de capital. Es decir, se trata de cuánto le cuesta a una compañía la financiación de sus recursos o lo que es lo mismo, cuánta rentabilidad le exigen sus accionistas y prestamistas. Como es lógico, la rentabilidad exigida dependerá del riesgo de la propia empresa.

Para calcular el *WACC* es necesario saber cuánta de dicha financiación se realizará mediante fondos propios y cuánta con endeudamiento. Esto es lo que se denomina estructura óptima del negocio. De este modo, el cálculo del *WACC* es el siguiente:

$$WACC = K_e \times (E / (D + E)) + K_d \times (D / (D + E))$$

$K_e$ : es el coste de los fondos propios o *Cost of equity*

$E$ : es el total de fondos propios o *Equity*

$K_d$ : Coste de la deuda o *Cost of debt*

$D$ : total deuda o *Debt*

Para calcular el coste de la deuda ( $K_d$ ), tienen que tenerse en cuenta diversos factores: se debe analizar y estudiar la deuda de la compañía, se puede ver los intereses que paga actualmente la compañía por sus préstamos, también resulta útil comprobar su calificación crediticia o hacer una comparación con negocios similares. Todo esto lleva a calcular el coste efectivo de la deuda como la rentabilidad exigida por los prestamistas, es decir, con aquellos con los que tiene deudas, descontando la tasa impositiva:

$$\text{Coste efectivo de la deuda} = K_d \times (1 - t)$$

Por otro lado, el coste de los fondos propios ( $K_e$ ) se calcula mediante la siguiente fórmula:

$$\text{Coste de los fondos propios} = R_f + \text{Beta apalancada} \times (R_m - R_f)$$



Prima de rentabilidad

Donde  $R_f$  (*Risk free rate*) es la prima libre de riesgo,  $R_m$  (*Market risk premium*) es la prima de riesgo del mercado y la Beta apalancada es la relación entre los títulos de la compañía y la beta apalancada relaciona un activo en concreto con el mercado total en el que se negocia, de tal manera que refleja cuánto varía dicho activo cuando varía el mercado, es lo que se denomina volatilidad.

Puede darse el caso de que la empresa que se analiza no cotice en bolsa, es por ello que para averiguar su beta se analizan las betas apalancadas de empresas similares que sí coticen y se hace una media.

### c) Cálculo del valor terminal

Como es lógico, aunque se analicen cinco años, se tiene que tener en cuenta el valor de la empresa a perpetuidad. Es similar al valor residual de un edificio, se valora teniendo en cuenta por cuánto podrá venderse al finalizar su vida útil.

El valor terminal se calcula aplicando una tasa perpetua al último flujo de caja, por lo que debe tenerse en cuenta cualquier excepcionalidad que

haya aparecido ese año y que no es normal que aparezca en los siguientes.

Si asumimos que se ha hecho una estimación de cinco años, una vez corregidas las irregularidades, el valor terminal se calcula de la siguiente manera:

$$\text{Valor terminal} = \text{Flujo de caja año 5} \times (1 + g) / (\text{WACC} - g)^5$$

Se descuenta cinco años para estimar el valor terminal hoy.

#### **d) Descontar los flujos de caja**

El último paso es proceder a descontar los flujos de caja que se han calculado. Para ello, simplemente se aplica la siguiente fórmula donde se asumirá una estimación de cinco años:

$$\text{Valor del negocio} = FC_1 / (1+WACC) + FC_2 / (1+WACC)^2 + FC_3 / (1+WACC)^3 + FC_4 / (1+WACC)^4 + (FC_5 + \text{Valor terminal}) / (1+WACC)$$

## Anexo 2 Activo que debía aportar UTC

	A	B	C	D	E	F	G	H
1		<b>UTC</b>	<b>Euro Syns</b>	<b>Minoritarios</b>	<b>ENOR</b>	<b>Total</b>		
2	nº acciones antes de la ampliación	192.659.274	45.497.021	147.085.204	-	385.241.499		
3	% antes de la ampliación	50,01%	11,81%	38,18%	0%	100%		
4	nº acciones tras la ampliación	192.659.274	45.497.021	147.085.204	16.913.367	402.154.866		
5	% tras la ampliación	47,91%	11,31%	36,57%	4,21%	100%		
6	nº de derechos de voto tras pignoración	201.117.348	37.038.947	147.085.204	16.913.367	402.154.866	8.458.074	Derechos de voto de Euro Syns para UTC
7	% tras pignoración	50,01%	9,21%	36,57%	4,21%	100%	2,103%	50,01%
8								
9	Aportación de un bien por UTC 28/03/2013	Cotización de la acción	nº de acciones	Valor en bolsa de Zardoya Otis				
10		10,43	402.154.866	4.194.475,252				
11				2.009.436.224,17	47,91%			
12				2.097.653.935,99	50,01%			
13				<b>88.217.711,82</b>	Diferencia			
14				<b>88.217.711,82</b>	Otra manera			

	A	B	C	D	E	F	G	H
1		<b>UTC</b>	<b>Euro Syns</b>	<b>Minoritarios</b>	<b>ENOR</b>	<b>Totales</b>		
2	nº acciones antes de la ampliación	=B3*F2	=C3*F2	=D3*F2	0	385241499		
3	% antes de la ampliación	0,5001	0,1181	0,3818	0	=SUMA(B3:E3)		
4	nº acciones tras la ampliación	=B2	=C2	=D2	16913367	=F2+E4		
5	% tras la ampliación	=B4/SF\$4	=C4/SF\$4	=D4/SF\$4	=E4/SF\$4	=F4/SF\$4		
6	nº de derechos de voto tras pignoración	=B4+G6	=C2-G6	=D4	=E4	=SUMA(B6:E6)	8458074	Derechos de voto de Euro Syns para UTC
7	% tras pignoración	=B6/SF\$6	=C6/SF\$6	=D6/SF\$6	=E6/SF\$6	=F6/SF\$6	=G6/F6	=G7+B5
8								
9	Aportación de un bien por UTC 28/03/2013	Cotización de la acción	nº de acciones	Valor en bolsa de Zardoya Otis				
10		10,43	=F4	=B10*C10				
11				=E11*D10	=B5			
12				=E12*D10	=B7			
13				=D12-D11	Diferencia			
14				=B10*G6	Otra manera			