

EXAMEN PRÁCTICO DE INSPECTORES DEL BANCO DE ESPAÑA

JUAN CARLOS HERNÁNDEZ VALERO
JAVIER DORADO GUERRERO
Profesores del CEF

[Examen práctico para el ingreso en el Cuerpo de Inspectores del Banco de España
(Anuncio 8/2007, de 9 de marzo, del Banco de España)]

Sumario

- Parte 1.** Análisis patrimonial y económico de una empresa. Cálculo del valor de la empresa. Proyección de los estados financieros.
- Parte 2.** Opinión sobre la política financiera y de riesgo. Perímetro de la consolidación. Cálculo de los recursos propios consolidados.

INSTRUCCIONES GENERALES

El presente ejercicio consta de dos partes (I y II), cuyos pesos en la calificación final son del 65% y 35%, respectivamente. Se aconseja no abordar la segunda hasta tener resueltos, al menos, los tres primeros puntos de la primera. En cualquier caso, ambas partes son independientes y para la resolución de la parte I no se debe tener en cuenta el contenido del enunciado de la parte II.

En las dos partes de que consta el ejercicio se intenta evaluar la capacidad de razonamiento financiero sobre situaciones empresariales, que requieren en ocasiones de juicios o estimaciones personales. Si el concursante estima que no se le han facilitado todos los datos, puede establecer las hipótesis oportunas, que deberá explicitar en lugar visible y, en lo posible, justificar. Asimismo, se valorará positivamente la capacidad de síntesis y claridad de exposición del opositor.

ENUNCIADO

PARTE I. PROYECCIÓN, VALORACIÓN Y ANÁLISIS DE LA «SOCIEDAD INDUSTRIAL, S.A.»

La empresa «Sociedad Industrial, S.A.» tiene como objeto social la fabricación de piezas metálicas especiales, mediante procesos de troquelado y fresado, con un gran aporte de mano de obra especializada. En los últimos años, las empresas del sector se han ido modernizando, adquiriendo y utilizando nuevos procedimientos de fabricación derivados de investigación y desarrollo recientes, que ahorran mano de obra pero aumentan el gasto en aprovisionamientos y servicios exteriores. Sin embargo, esta empresa prefirió, hasta pasado el año 2000, no emprender ningún proceso de reestructuración, porque todavía tenía una rentabilidad suficiente para sus propietarios.

Las cuentas anuales para el período terminado el 31 de diciembre de 2000 se muestran a continuación, junto con los datos que permiten la comparación del sector de referencia para la empresa.

BALANCE DE SITUACIÓN

Activo	2000	Sector	Pasivo y Patrimonio	2000	Sector
Inmovilizado inmaterial	11.000	20%	Capital social (1.000 acciones)	30.000	30%
Amortización acumulada	- 2.000		Reservas	10.000	20%
Inmovilizado material	20.000	50%	Pérdidas y ganancias 2000	7.000	10%
Amortización acumulada	- 12.000		Préstamos a l/p	17.800	30%
Existencias	6.000	4%	Acreeedores comerciales a c/p	7.200	10%
Deudores	11.000	12%			
Inversiones financieras c/p	16.000	8%			
Caja y bancos	22.000	6%			
Total activo	72.000	100%	Total pasivo y patrimonio	72.000	100%

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS

Debe	2000	Sector	Haber	2000	Sector
Aprovisionamientos	12.000	40%	Ventas	36.000	100%
Gastos de personal	8.000	12%	Variación de existencias	1.000	0%
Amortizaciones	3.000	15%	Ingresos financieros	1.000	0,5%
Provisiones insolvencias	600	1			
Suministros y servicios ext.	2.400	10%			
Gastos financieros	2.000	2,4%			
Impuesto sobre beneficios	3.000				
RESULTADO NETO	7.000				
Total Debe	38.000		Total Haber	38.000	

De la política financiera seguida por la empresa en los últimos años, cabe destacar lo siguiente:

1. Según una cláusula estatutaria, la empresa debe repartir un dividendo mínimo por acción de 3 euros todos los años, cargando la distribución contra reservas en caso de no tener beneficios suficientes.
2. La empresa ha tenido facilidad para invertir la tesorería sobrante, obteniendo unas tasas de interés próximas al 6%, que puede seguir manteniendo en el futuro; y
3. El tipo impositivo de la empresa, que coincide con el medio del sector, es de un 30% del beneficio antes de impuestos.

No obstante, las recomendaciones de los gestores han hecho reconsiderar la posición previa de los accionistas, que ahora han aprobado un plan de mejora de la explotación a medio y largo plazo, consistente en iniciar un plan de inversiones para la modernización, con el fin de mejorar los resultados. En el cuadro siguiente se contienen las principales previsiones del citado plan. Todas las decisiones de inversión y desinversión se realizan el 1 de enero de 2001.

PLAN DE MEJORA DE LA EXPLOTACIÓN Y LOS RESULTADOS

- Venta del inmovilizado inmaterial por 10.000 euros y del inmovilizado material por 5.000 euros, destinando el importe a reducir el endeudamiento a largo plazo.
- Cancelación total de los préstamos a largo plazo utilizando el importe de las inversiones financieras necesario (liquidándolas al coste).
- Compra de nuevas patentes y procedimientos de fabricación, por 18.000 euros, con duración de 10 años y financiados con una ampliación de capital con acciones de igual nominal.
- *Leasing* sobre el inmovilizado material, con vida económica de 10 años y las siguientes condiciones:

.../...

.../...

- Precio al contado: 35.000 euros (no se considera valor residual).
- Cuotas anuales prepagables iguales, por un período de 6 años, a partir de 2001.
- Tipo de interés efectivo de la operación del 8%.
- Las cuotas pagadas son gastos fiscalmente deducibles en su totalidad.
- Las ventas pueden llegar a alcanzar los 50.000 euros en 4 años.
- La empresa quiere reducir a 30 días el período de cobro a clientes y alcanzar los 45 días de período de pago a proveedores de aprovisionamientos, suministros y servicios exteriores.

El inmovilizado adquirido mediante la operación de *leasing* se registrará contablemente utilizando la normativa establecida en la NIC 17 *Arrendamientos*.

TRABAJO A REALIZAR

1. Realizar un sucinto análisis de la «Sociedad Industrial, S.A.» tomando como referencia los estados financieros del año 2000, donde se pongan de manifiesto las fortalezas y debilidades con respecto al sector, examinando tanto la estructura del balance y de la cuenta de pérdidas y ganancias, como la rentabilidad económica y financiera. Para el cálculo de los ratios del sector se debe suponer que la rotación sobre el total del activo del sector es igual a 1.
2. Calcular el valor de la empresa para los propietarios, a partir de las cuentas anuales del año 2000 y de los resultados del análisis anterior. Para realizar la valoración debe describirse muy brevemente el método a utilizar, justificándolo en sus extremos esenciales. A efectos de calcular el tipo de descuento que se vaya a usar para los flujos, deberá considerarse la valoración que el mercado hace de esta sociedad, tomando en consideración la siguiente curva cupón-cero de tipos de interés, relativa a los activos financieros sin riesgo en ese momento:

Curva cupón – cero (sin riesgo)	
día	4,00%
mes	4,10%
3 meses	4,25%
6 meses	4,35%
1 año	4,50%
2 años	4,75%
3 años	4,85%
5 años	5,00%
7 años	6,00%
10 años	7,00%
15 años	7,25%
30 años	7,50%

3. Proyectar los estados financieros, que se derivarían del plan de mejora de la explotación a 31 de diciembre de 2004, después de los cuatro primeros años de puesta en práctica del mismo, teniendo en cuenta los siguientes datos:

Evolución 2001-2004

- Los beneficios netos obtenidos han sido: – 3.000 (2001), 600 (2002) y 8.000 (2003).
- Se han cumplido las previsiones estatutarias respecto a los dividendos, habiéndose pagado el mínimo, incluyendo los correspondientes a las acciones nuevas.
- El día 1 de enero de cada año se ha atendido puntualmente a los pagos de las cuotas de *leasing* correspondientes a 2001, 2002, 2003 y 2004.
- En 2004 se han alcanzado las ventas previstas.

Balance de situación a 31-12-2004

- Faltan por pagar tanto la cuota del arrendamiento financiero de 2005 (clasificada entre los pasivos a corto plazo) y de 2006 (clasificada entre los pasivos a largo plazo).
- La liquidez sobrante obtenida ha sido invertida, en su práctica totalidad, en inversiones financieras temporales, con una rentabilidad del 6% anual, y el saldo de esta cuenta alcanza los 33.000 euros en la fecha del balance.
- Los saldos de las existencias han evolucionado hasta colocarse en niveles iguales al sector, en relación con las ventas de la empresa.
- Los saldos de clientes y acreedores comerciales se han situado en los niveles previstos por el plan de mejora de la explotación.
- No hay deudas pendientes de pago por el Impuesto sobre Sociedades del ejercicio 2004, ni con el personal o la Seguridad Social.

Cuenta de resultados de 2004

- Se han conseguido obtener los mismos porcentajes del sector, respecto a las ventas, en la variación de las existencias, las dotaciones a las provisiones por insolvencias y en los gastos relativos a la explotación (salvo en lo que se refiere a las amortizaciones, cuyos importes se derivan del plan de inversiones).
- Los gastos financieros del año son los que corresponden a la operación de arrendamiento financiero.

- Los ingresos financieros del año son el resultado de aplicar el tipo de interés pactado por las inversiones (6%) al nivel medio de las mismas en el ejercicio (que ha sido de 33.000 euros).
4. Determinar nuevamente el valor de la sociedad a 31 de diciembre de 2004, en función del balance y la cuenta de pérdidas y ganancias anteriores, redactando un pequeño informe que justifique la variación experimentada con respecto al calculado al final del año 2000 (puede suponerse vigente la misma curva de tipos de interés del apartado 2).
 5. A la vista de la política que la empresa sigue con sus excedentes de tesorería y de la situación del mercado financiero, ¿qué opinión le merece la situación económico-financiera anterior?, ¿podría recomendar la aplicación de medidas alternativas para maximizar el valor de la sociedad para sus propietarios?

PARTE II. ANÁLISIS DE OPERACIONES CON ACCIONISTAS Y POLÍTICA FINANCIERA Y DE RIESGOS

Como ya se ha indicado en el apartado de Instrucciones Generales, la solución de la parte I anterior es totalmente independiente de las indicaciones que se señalan en el enunciado de esta parte II.

1. Las inversiones financieras temporales que figuran en el balance de 31 de diciembre de 2004 de «Sociedad Industrial, S.A.», por importe de 33.000 euros se corresponden con préstamos concedidos al accionista mayoritario, a un plazo de un año, renovable y a un tipo de interés fijo del 6% anual postpagable, próxima renovación 1 de enero de 2005. **Valore el hecho anterior bajo la hipótesis de permanencia de dichos préstamos en balance durante los próximos años.**
2. Alternativamente, y bajo el supuesto de **no permanencia** de la situación anterior, «Sociedad Industrial, S.A.» ha llegado a un acuerdo con su accionista mayoritario para cancelar dichos préstamos el 1 de enero de 2005.
 - a) Por una parte, se cancela parte del préstamo mediante la aportación por el accionista mayoritario del 100% de la sociedad «Piezas Metálicas, S.A.», que se valora en 28.000 euros argumentando que sus beneficios recurrentes permiten pagar un dividendo anual de 3 euros por acción (3.300 euros en total). El objeto social de «Piezas Metálicas, S.A.» es el mismo que el de «Sociedad Industrial, S.A.», de hecho ambas compiten en el mismo mercado. El balance y cuenta de resultados de los años 2003 y 2004 es el siguiente:

«PIEZAS METÁLICAS, S.A.»									
Activo	2003	%	2004	%	Pasivo y patrimonio	2003	%	2004	%
Inmovilizado inmaterial	20.000	33	20.000	33	Capital social (1.100 acciones)	11.000	18	11.000	18
Amortización acumulada	- 8.000	- 13	- 10.000	- 17	Reservas	5.000	8	4.700	8
Inmovilizado material	50.000	83	50.000	83	Pérdidas y ganancias 2004	3.000	5	3.300	5
Amortización acumulada	- 20.000	- 33	- 25.000	- 42	Préstamos a l/p	18.000	30	18.000	30
Existencias	3.000	5	9.000	15	Acreeedores comerciales a c/p	3.000	5	3.000	5
Deudores comerciales	7.000	12	11.000	18	Acreeedores financieros a c/p	20.000	33	20.000	33
Cajas y bancos	8.000	13	5.000	8					
Total Activo	60.000	100	60.000	100	Total Pasivo y Patrimonio	60.000	100	60.000	100
Debe	2003	%	2004	%	Haber	2003	%	2004	%
Aprovisionamientos	16.000	40	16.800	40	Ventas y variación existencias	40.000	100	42.500	100
Gastos de personal	4.900	12	5.050	12					
Amortizaciones	7.000	18	7.000	16					
Provisiones insolvencias	1.115	3	1.936	5					
Suministros y servicios ext.	4.100	10	4.400	10					
Gastos financieros	2.600		2.600						
Impuesto sobre beneficios	1.286		1.414						
RESULTADO NETO	3.000	7	3.300	8					
Total Debe	40.000		42.500		Total Haber	40.000		42.500	

Valore si la operación de cancelación por importe de 28.000 euros mediante la aportación de «Piezas Metálicas, S.A.», según se describe en el apartado anterior, ha sido positiva para «Sociedad Industrial, S.A.».

- b) El resto del préstamo al accionista se cancela mediante la entrega a «Sociedad Industrial, S.A.» del 60% de la sociedad «Promociones Inmobiliarias, S.A.», por importe de 5.000 euros, que coincide con el valor teórico contable de la participación transferida. Esta última sociedad se dedica a la promoción inmobiliaria. El 40% restante de la participación pertenece a un socio que aporta el conocimiento técnico y que goza de reconocido prestigio en el sector. Las decisiones relevantes de gestión de «Promociones Inmobiliarias, S.A.» se toman por unanimidad, según se establece en sus estatutos. El día 2 de enero de 2005 esta sociedad ha constituido cinco filiales con el fin de realizar cinco promociones situadas en ciudades diferentes. Cada una de estas cinco sociedades ha recibido financiación de distintas entidades bancarias, previo aval prestado por «Sociedad Industrial, S.A.» por un importe de 50.000 euros (10.000 euros cada una).

Opine sobre la política financiera y de riesgo seguida por «Sociedad Industrial, S.A.», defina y justifique el perímetro de consolidación al 2 de enero de 2005 y calcule el importe de los recursos propios consolidados de las sociedades «Sociedad Industrial, S.A.», «Piezas Metálicas, S.A.» y «Promociones Inmobiliarias, S.A.».

SOLUCIÓN

PARTE I. PROYECCIÓN, VALORACIÓN Y ANÁLISIS DE LA «SOCIEDAD INDUSTRIAL, S.A.»

1. Realizar un sucinto análisis de la «Sociedad Industrial, S.A.», tomando como referencia los estados financieros del año 2.000, donde se pongan de manifiesto las fortalezas y debilidades con respecto al sector, examinando tanto la estructura del balance y de la cuenta de pérdidas y ganancias, como la rentabilidad económica y financiera. Para el cálculo de las ratios del sector se debe suponer que la rotación sobre el total de activo del sector es igual a 1¹.

Estructura del balance

- Del estudio comparativo de las masas del balance de «Sociedad Industrial, S.A.» (en adelante «SISA») y del sector se denota que «SISA» presenta un volumen de inversión reducido tanto en inmovilizado inmaterial (un 15% del total de activo frente al 20% del sector), producido por su nivel de inversión en I+D, como de inmovilizado material (un 11% del total de activo frente al 50% del sector), debido a su inmovilizado obsoleto y no renovado.

La inversión obsoleta en su proceso productivo ha provocado:

- La necesidad de mantener mayor volumen de recursos inmovilizados en forma de capital circulante, provocado por la necesidad de mantener un mayor volumen de existencias (un 8% del total de activo frente al 4% del sector). Además, «SISA» presenta una ligera mayor cantidad de deudores (un 15% del total de activo frente al 12% del sector), mientras que el volumen en acreedores comerciales es similar.
- Un exceso de liquidez (un 53% del total de activo frente al 14% del sector).
- Un nivel menor de endeudamiento (un 35% del total de activo frente al 40% del sector).
- Si se realiza un estudio más pormenorizado de la estructura del balance, se confirma lo mencionado en los párrafos anteriores.

	Ratios de liquidez		Ratios de solvencia		
	«SISA»	Sector		«SISA»	Sector
Ac/Pc	7,63	3	Act. Real/Rec. ajenos	2,88	2,5
(Ac-Ex.)/PC	6,8	2,6	Coef.Bás. Finan. ²	3,4	1,2
Tesor/ Pc	5,3	0,6			

¹ Ventas/Activo total = 1

² Coeficiente básico de financiación = Fondos permanentes (recursos propios más deuda a largo plazo) / Inversión permanente (capital circulante necesario más inversiones a largo plazo).

Es destacable la elevada solvencia corriente de la entidad como pone de manifiesto su ratio de circulante y los demás ratios de liquidez como son la prueba ácida y liquidez inmediata.

Estructura de la cuenta de resultados

Del análisis global de las partidas de pérdidas y ganancias se obtienen las siguientes conclusiones:

1. «SISA» tiene un coste de personal superior al existente en el sector y una menor productividad de este, poniendo de manifiesto que es una empresa más intensiva en la utilización de factor humano que tecnológico.
2. El coste de aprovisionamiento de «SISA» es menor que el del sector, lo cual puede ser debido a un menor consumo de materiales como consecuencia de tener un mejor aprovechamiento de los mismos al tener procesos menos industrializados o a una buena gestión de los aprovisionamientos.
3. Las dotaciones a la amortización son menores en «SISA» que en el sector, como consecuencia de la política conservadora de «SISA» en la renovación de su equipo productivo.
4. También es menor el gasto derivado de suministros y servicios exteriores (7% de la cifra de negocio frente al 10% del sector). Podría ser consecuencia de la menor inversión en I+D de «SISA».
5. Habría que resaltar el mayor importe de sus gastos financieros (6% de la cifra de negocios frente al 2% del sector). No tenemos información suficiente para determinar con certeza la causa de este mayor coste. No obstante, esto puede deberse a que el mercado incorpore una prima de riesgo a «SISA» mayor que la del sector.

Esta prima de riesgo puede estar justificada por la inadecuada estructura económica que presenta la entidad, es decir, por la tenencia de un equipo productivo obsoleto que pone en peligro la permanencia de «SISA».

Rentabilidad económica

$RE = BAIT / AT = (BAIT / Ventas) \times (Ventas / AT) = \text{margen bruto} \times \text{rotación de activos}$

«SISA»: $RE = 11/72 = 15,3\% = 31\% \times 0,5$

Sector: $RE = 22/100 = 22\% = 22\% \times 1$

El capital circulante necesario se calcula a partir de los periodos medios del circulante, no obstante, una aproximación a su cálculo se haría con la fórmula: $\text{Período medio ideal} \times (\text{ventas}/365)$. Así para el cálculo del coeficiente básico de financiación en el ejercicio se ha hecho uso de esta fórmula.

$\text{Período medio ideal (sector)} \times (\text{ventas} / 360) = \text{cap. circ. ideal} \Rightarrow (16\% - 10\%) \times 36.000 = (36.000/360) \times (\text{Período medio ideal}) \Rightarrow \text{Período medio ideal} = 21,6 \text{ días.}$

$\text{Capital circulante necesario para «SISA»} = \text{Período medio ideal} \times (\text{ventas} / 365) = 21,6 \times (36.000/360) = 2.160 \text{ €}$

La rentabilidad económica presenta un peor comportamiento en «SISA» (15,3%) que en el sector (22%). Esto se debe a la peor eficiencia de sus activos ya que presenta una menor rotación (0,5 en «SISA» frente a 1 del sector) no así a su margen bruto que como se observa es superior (31% en «SISA» frente a 22% del sector) debido al menor gasto en materiales, amortización, suministros y servicios exteriores.

Rentabilidad financiera

$RF = B^{\circ} \text{ neto} / FP = (B^{\circ} \text{ neto} / \text{vtas}) \times (\text{Vtas} / AT) \times (AT / FP) = \text{margen neto} \times \text{rotación de activos} \times \text{apalancamiento financiero.}$

«SISA»: $RF = 7 / 42 = 17,5\% = (7 / 36) \times (36 / 72) \times (72 / 40)$

Sector: $RF = 14,1 / 50 = 28,2\% = (14,1 / 100) \times (36 / 36) \times (100 / 50)$

La rentabilidad financiera en el sector (28,2%) es muy superior a la existente en «SISA» (17,5%), incluso el diferencial positivo entre el sector y «SISA» en la rentabilidad económica se incrementa con la rentabilidad financiera. Esto se debe al factor favorable que presenta el sector frente a «SISA» tanto por el lado de la rentabilidad económica (explicado en el párrafo anterior) como por el mejor comportamiento de su grado de apalancamiento financiero (2 del sector frente al 1,8 de «SISA»). Aunque el efecto del apalancamiento financiero es positivo tanto en el sector como en «SISA», este mejor comportamiento del apalancamiento financiero en el sector con respecto a «SISA» se debe a dos factores que son:

1. El sector soporta un coste de la financiación menor que «SISA».
2. Un mayor endeudamiento que «SISA», por lo que el efecto multiplicador del apalancamiento se acentúa.

2. Calcular el valor de la empresa para los propietarios, a partir de las cuentas anuales del año 2000 y de los resultados del análisis anterior. Para realizar la valoración debe describirse muy brevemente el método a utilizar, justificándolo en sus extremos esenciales. A efectos de calcular el tipo de descuento que se vaya a usar para los flujos, deberá considerarse la valoración que el mercado hace de esta sociedad, tomando en consideración la curva cupón-cero de tipo de interés, relativa a los activos financieros sin riesgo en ese momento, establecida en el enunciado.

Existen diferentes métodos para la valoración de una empresa, entre los que se encuentran: actualización de los flujos libres de efectivo, actualización de beneficios, valor sustancial, valor contable, valor de cotización de las acciones (si cotiza en un mercado secundario), métodos de multiplicadores, el método de los excedentes de beneficios (o superbeneficios), etc.

Teniendo en cuenta los datos disponibles y la situación de la empresa adoptamos el método de valoración de los excedentes de beneficios. Este método es un método compuesto que nos permite la obtención del valor de la empresa mediante la adición de dos componentes, el valor sustancial y el fondo de comercio. El valor sustancial se obtendrá ajustando el patrimonio contable con las plusvalías tácitas

atribuibles a los elementos patrimoniales recogidos en el balance y no reconocidas contablemente. Por su parte, el fondo de comercio se obtendrá mediante la actualización de los superbeneicios de la empresa, obtenidos como diferencia del beneficio neto obtenido de las cuentas previsionales de la empresa proyectadas en un horizonte temporal no superior a 5 años y los beneficios normales del sector. La tasa de actualización a emplear al actualizar los superbeneicios netos, es decir, los derivados de beneficios después de impuestos, debe ser el coste de los capitales propios. Este coste vendrá determinado por la suma de la rentabilidad que otorga el mercado a los activos financieros sin riesgo y de una prima por riesgo. Esta prima se obtiene de multiplicar el diferencial de rentabilidad que otorga el mercado de renta variable a las acciones de la empresa frente a la de los activos sin riesgo y el coeficiente de volatilidad de las acciones de la empresa con respecto a un índice general de referencia. Este método no es el más utilizado en la actualidad. El método de los flujos de caja libre es el recomendado en base a las teorías de generación de valor para la empresa y sí ha sido un método recomendado durante largo tiempo por la Federación Europea de Expertos Contables.

Conforme a las directrices del enunciado, se van a considerar los beneficios de «SISA» y del sector los establecidos en las cuentas anuales de 2000 y, por tanto, constante para los próximos 5 años. No obstante, una valoración más realista sería aquella que emplea datos previstos, es decir, los obtenidos tras la realización o desarrollo del ejercicio 3 de la parte I del examen.

El tipo de interés usado para la actualización de los excedentes de beneficios para cada plazo correspondiente son los establecidos en la tabla cupón-cero del enunciado, más una prima de riesgo acorde con el riesgo de invertir en «SISA»³.

Los tipos de interés aplicados en las actualizaciones de los excedentes de beneficios, son:

	Tipo sin riesgo	Prima de riesgo	Tipo aplicado
1º año	4,5%	2,5%	7%
2º año	4,75%	2,5%	7,25%
3º año	4,85%	2,5%	7,35%
4º año	4,93% ⁴	2,5%	7,43%
5º año	5%	2,5%	7,5%

$$\text{Excedente de beneficios} = B^\circ \text{ de la empresa} - B^\circ \text{ del sector} = 7.000 - (0,141^5 \times 36.000) = 1.924.$$

³ Cálculo de la prima. Al no disponer de otra información se va a calcular como la diferencia del coste de su deuda menos el tipo de interés libre de riesgo. Una aproximación con los datos del ejercicio es:

Coste de la financiación de la entidad: Tipo de interés del *leasing* a 6 años, es 8%.

Tipo de interés libre de riesgo para 6 años, haciendo una aproximación lineal, es 5,5% :

5 años — 5%

7 años — 6%

La prima de riesgo aproximada empleada en el ejercicio es igual a 2,5% = 8% - 5,5%.

⁴ Se obtiene mediante una aproximación lineal de los tipos existentes para los plazos inferior y superior: $4,93 = (4,85 + 5) / 2$.

⁵ Este porcentaje se obtiene del beneficio neto de la cuenta de resultados del sector, entendiendo que el tipo impositivo es igual en el sector que en «SISA», $(BAT / VENTAS) * 0.7$.

$$\text{Valor de la empresa} = \text{Valor sustancial neto} + \sum_{n=1}^{n=5} \frac{\text{Excedente de } B^{\circ}}{(1+i)^n}$$

El valor sustancial neto al carecer de información coincide con el valor contable.

$$\text{Valor de la empresa} = 47.000 + \frac{1.924}{1,07^1} + \frac{1.924}{1,0725^2} + \frac{1.924}{1,0735^3} + \frac{1.924}{1,0743^4} + \frac{1.924}{1,075^5} = 54.811$$

Se observa que su valor es muy cercano al del valor teórico contable de la empresa (47.000), es decir, presenta un reducido fondo de comercio (7.811), lo cual es lógico ya que la situación futura de la empresa genera incertidumbre al tener su equipo productivo obsoleto. Evidentemente, tras la reforma la valoración de la empresa aumentará por dos causas:

- Una menor incertidumbre que genera una mayor valoración y obtención de beneficios.
- Un coste de la deuda más reducida.

3. Proyectar los estados financieros, que se derivarían del plan de mejora de la explotación a 31 de diciembre de 2004, después de los cuatro primeros años de puesta en práctica del mismo, teniendo en cuenta los datos establecidos en el enunciado del examen.

A) Dividendos acumulados:

$$\text{N.}^{\circ} \text{ de acciones nuevas emitidas } ^6 = 18.000/30 = 600 \text{ acciones}$$

$$\text{N.}^{\circ} \text{ de acciones antiguas} = \text{Capital social} / \text{valor nominal} = 30.000 / 30 = 1.000 \text{ acciones}$$

$$\text{N.}^{\circ} \text{ de acciones totales} = 600 + 1.000 = 1.600 \text{ acciones}$$

$$\text{Dividendos abonados anualmente} = 1.600 \times 3 = 4.800$$

B) Operación de *leasing*:

Cuadro de amortización

	Anualidad (1)	Cuota amortiz. (2)	Intereses (3)	Dotación amortiz. (4)	Deuda Fiscal (5)
Año 0	7.010	7.010	0	3.500	445
Año 1	7.010	4.771	2.239	3.500	578
Año 2	7.010	5.153	1.858	3.500	723
Año 3	7.010	5.565	1.445	3.500	837
					.../...

⁶ Se considera que la ampliación de capital se ha realizado a la par y que las nuevas acciones tienen derecho a participar en los dividendos que se reparten a partir del 1 de enero de 2001.

.../...					
Año 4	7.010	5.491	1.120	3.500	1.229
Año 5	7.010	7.010	0	3.500	1.229

- (1) Anualidad = $7.010 = 35.000 / (1 - 1,08^{-6}) \times 0,08 \times 1,08$
 (2) Cuota de amortización = Intereses_n - anualidad
 (3) Intereses_n = capital vivo_{n-1} × 0,08. Por ejemplo: intereses₁ = capital vivo₀ × 0,08

$$2.239 = (35.000 - 7.010) \times 0,08$$

Con el fin de que la anualidad última coincida con la opción de compra y no presente, por tanto, intereses se ha procedido a llevar los intereses de la última cuota a la penúltima

- (4) Dotación de amortización = $35.000/10$ años = 3.500
 (5) Deuda fiscal_n = Anualidad_n - Intereses_n - dotación amortización

La operación se contabiliza en el inmovilizado material conforme a la NIC 17 como expresamente determina el enunciado. Si se contabilizara de acuerdo al PGC 90 se registraría en inmovilizado inmaterial.

C) Amortización de inmovilizado:

$$\text{Dotación amortización de inmovilizado inmaterial} = 18.000 / 10 \text{ años} = 1.800$$

$$\text{Amortización acumulada de inmovilizado inmaterial} = 1.800 \times 4 \text{ años} = 7.200$$

$$\text{Dotación amortización de inmovilizado material} = 35.000 / 10 \text{ años} = 3.500$$

$$\text{Amortización acumulada de inmovilizado material} = 3.500 \times 4 \text{ años} = 14.000$$

D) Clientes:

$$(\text{Ventas} / 365) \text{ período medio de cobro o clientes} = \text{saldo de clientes}$$

$$\text{Saldo de clientes} = (50.000 / 360) \times 30 = 4.167$$

E) Proveedores:

$$(\text{Compras} / 360) \times \text{período medio de pago o proveedores} = \text{saldo de proveedores}$$

$$\text{Saldo de proveedores} = (20.000 + 5.000) \times 45 / 360 = 3.125$$

F) Existencias:

Se considera que para el año 2004 no hay variación de existencias.

Existencia al mismo nivel que el sector con respecto a las ventas.

$$\text{Nivel de existencias del sector con respecto a las ventas} = 0,04 \times 36.000 / 72.000 = 0,02$$

$$\text{Nivel de existencias de «SISA» tras la reforma} = \text{ventas} \times 0,02 = 50.000 \times 0,02 = 4.000$$

Conforme a los cálculos realizados anteriormente y los datos establecidos en el enunciado se procede a proyectar los estados financieros a 31 de diciembre de 2004:

Cuenta de resultados a 31 de diciembre de 2004

GASTOS:

Aprovisionamiento: $50.000 \times 0,40 = 20.000$ (Pág. 3 enunciado)
Gastos de personal: $50.000 \times 0,12 = 6.000$ (Pág. 3 enunciado)
Amortizaciones: $1.800 + 3.500 = 5.300$ (punto C)
Provisiones por insolvencia: $50.000 \times 0,01 = 500$ (Pág. 3 enunciado)
Suministros y servicios exteriores: $50.000 \times 0,1 = 5.000$ (Pág. 2 enunciado)
Gastos financieros: 1.120 (punto B)
Impuesto sobre sociedades: 30% (Pág. 3 enunciado y punto B) = 4.308
Resultado positivo neto: 10.052

INGRESOS:

Ventas: 50.000 (Pág. 4 enunciado)
Ingresos financieros: $= 33.000 \times 0,06 = 1.980$ (Pág. 3 enunciado)

Balance a 31 de diciembre de 2004

ACTIVO: 80.781

Inmovilizado inmaterial: 18.000 (Pág. 3 enunciado)
Amort. acum. inmov. inmater.: 7.200 (punto C)
Inmovilizado material: 35.000 (Pág. 4 enunciado). Conforme a la NIC 17.
Amort. acum. inmov. inmater.: 14.000 (punto C)
Existencias: 4.000 (punto F)
Deudores: 4.167 (punto D)
Inversión financiera a c/p: 33.000 (Pág. 4 enunciado)
Tesorería: 7.814 (partida obtenida para cuadrar el activo con el pasivo)

PASIVO: 80.781

Capital social: $30.000 + 18.000 = 48.000$ (Pág. 3 enunciado)
Reservas: $10.000 + 7.000 - 3.000 + 600 + 8.000 - (4.800 \times 4) = 3.400$
(Pág. 4 enunciado y punto A)

Pérdidas y ganancias: 10.052 (calculado previamente)

Deudas a l/p: 7.010 (punto B)

Deuda a c/p: 5.491 (punto B)

Acreedores a c/p: 3.125 (punto E)

Hacienda Pública por impuestos diferidos: $445 + 578 + 723 + 837 = 2.583$ (punto B)

Periodificación de intereses: 1.120 (punto B)

4. Determinar nuevamente el valor de la sociedad a 31 de diciembre de 2004, en función del balance y cuenta de pérdidas y ganancias anteriores, redactando un pequeño informe que justifique la variación experimentada con respecto al calculado al final del año 2000 (puede suponerse vigente la misma curva de tipos de interés del apartado 2).

Para realizar la nueva valoración a 31 de diciembre de 2004 se emplearán las mismas premisas que se utilizaron para la valoración de 31 de diciembre de 2004, que se resumen en las siguientes:

1. El método de valoración será:

$$\text{Valor de la empresa} = \text{Valor sustancial neto} + \sum_{n=1}^{n=5} \frac{\text{Excedente de } B^{\circ}}{(1+i)^n}$$

2. El beneficio se considera constante para los 5 próximos años.
3. Los tipos de interés utilizados para su actualización son iguales que los empleados en la valoración anterior:

	Tipo sin riesgo	Prima de riesgo	Tipo aplicado
1.º año	4,5%	2,5%	7%
2.º año	4,75%	2,5%	7,25%
3.º año	4,85%	2,5%	7,35%
4.º año	4,93% ⁷	2,5%	7,43%
5.º año	5%	2,5%	7,5%

4. Excedente de beneficios = B° de la empresa – B° del sector = $10.052 - (0,141^8 \times 50.000) = 1.924$

$$\text{Valor de la empresa} = 61.452 + \frac{3.002}{1,07^1} + \frac{3.002}{1,0725^2} + \frac{3.002}{1,0735^3} + \frac{3.002}{1,0743^4} + \frac{3.002}{1,075^5} = 73.639$$

⁷ Se obtiene mediante una aproximación lineal de los tipos existentes para los plazos inferior y superior: $4,93 = (4,85 + 5) / 2$.

⁸ Este porcentaje se obtiene del beneficio neto de la cuenta de resultados del sector, entendiéndose que el tipo impositivo es igual en el sector que en «SISA», $(BAT / VENTAS) * 0,7$.

INFORME: COMPARACIÓN ENTRE LAS VALORACIONES.

Valoración de la empresa a 31-12-2000 = 54.811

Valoración de la empresa a 31-12-2004 = 73.639

Diferencia de valoraciones = 18.828

Sin perjuicio de los sesgos que generan las diferentes suposiciones realizadas para el cálculo de las valoraciones de la empresa y, sobre todo, el mantenimiento de los beneficios de los 5 años siguientes, ya que hubiera sido más preciso realizar una previsión de los beneficios en los 5 años siguientes.

La diferencia de valoración por un importe de 18.828 se justifica por dos efectos:

1. Efecto financiero: desde una valoración a otra han transcurrido 4 años, por tanto, tendríamos que eliminar el efecto del valor del dinero a lo largo del tiempo. Así, la valoración a 31 de diciembre de 2000 financieramente equivalente 4 años más tarde es:

$$(54.811 \times 1,04925^4) - 54.811 = 11.622^9$$

Por tanto, 11.622 es el incremento de la valoración de la empresa por el efecto temporal de valoración.

2. Efecto riqueza: hace referencia al incremento de la valoración de la empresa por la mayor capacidad de la sociedad para la generación de recursos a medio plazo. Por este efecto se ha incrementado la valoración de la empresa por un importe igual a 18.828 – 11.622 = 7.206.

La causa del incremento de la valoración global de «SISA» es debido a la aplicación del plan de mejora que se aplico en el 2001 que supuso una renovación de todo su equipo productivo. Los efectos de este plan fueron:

1. El incremento de los recursos generados, así las ventas pasaron de 36.000 a 50.000 (con un incremento del 39%) y un incremento de los ingresos financieros que alcanzan 1.980 frente a 1.000 del año 2.000 (con un incremento de un 98%).
2. El incremento de los recursos generados descrito en el punto anterior fue parcialmente reducido con un incremento de todas las partidas de gastos con relación al volumen de sus ventas salvo las provisiones (reduce su cuantía 1% de sus ventas) y los gastos financieros (reduce su cuantía 4% de sus ventas).

⁹ El tipo elegido es el obtenido a partir de la curva cupón-cero libre de riesgo: $i = (0,0485 + 0,05) / 2 = 0,0495$.

5. A la vista de la política que la empresa sigue con sus excedentes de tesorería y de la situación del mercado financiero ¿qué opinión le merece la situación económica-financiera anterior?, ¿podría recomendar la aplicación de medidas alternativas para maximizar el valor de la sociedad para sus propietarios?

A) Cálculo de instrumentos:

Estudio de rentabilidades

$$RE (2004) = \text{BAIT} / \text{AT} = (10.052 + 4.308 + 1.120) / (80.781 - 10.052/2)^{10} = 20,4\%$$

$$RF (2004) = \text{B}^\circ \text{ neto} / \text{FP} = 10.052 / (48.000 + 3.400 + 10.052 / 2)^{10} = 17,81 \%$$

La rentabilidad financiera en este caso es inferior a la rentabilidad económica no por un efecto negativo del apalancamiento financiero si no por el efecto fiscal, ya que el importe del impuesto fiscal es muy relevante con relación al escaso volumen de deuda sin coste. Así, la importancia fiscal = Gasto por impuesto sobre sociedades / deuda sin coste = $4.308 / (75.755 - 48.000 - 3.400 - 12.501 - 10.052 / 2) = 63,1\%$, por tanto, para un estudio del efecto apalancamiento financiero se requiere aislar el efecto previamente comentado de la siguiente forma:

Estudio de apalancamiento financiero

$$R_1 = RF^{10} = 10.052 / (48.000 + 3.400 + 10.052 / 2) = 17,81\%$$

$$R_2 = RE^{10} = 10.052 + (1.120 \times 0,7) / 12.501 + 48.000 + 3.400 + 10.052 / 2) = 15,7\%$$

$$R_3 = \text{Coste de la deuda} = 1.120 \times (1 - 0,3) / 12.501 = 6,3\%$$

$$\text{Efecto del apalancamiento financiero sobre la rentabilidad financiera} = R_1 - R_2 = 17,8\% - 15,7\% = 2,1\%$$

Comprobación: $R_1 = R_2 + (R_2 - R_3) \times (\text{fondos ajenos con coste} / \text{fondos propios})$

$$R_1 = 17,81 = 15,7 + (15,7\% - 6,3\%) \times 12.501 / (48.000 + 3.400 + 10.052 / 2)$$

	«SISA»	Sector
Ratio de RRPP = FP / AT	76%	60%
Ratio de endeudamiento = 1 - ratio de RRPP	24%	40%
% de deuda con coste = deuda con coste / AT	15,5%	30%
% de deuda con coste = deuda sin coste / AT	8,5%	10%
Ratio disponibilidad = disponibilidades / AT	51%	14%

Del estudio de los instrumentos previamente calculados y comparando los datos de la empresa con el sector se deduce que «SISA» está escasamente endeudada. Además, si tenemos en cuenta solo

¹⁰ Consideramos la mitad del beneficio del ejercicio como recursos que han servido para generar el propio beneficio, para ello se parte de que el beneficio se ha obtenido paulatinamente a lo largo del período.

el endeudamiento con coste se observa cómo el endeudamiento del sector es casi el doble del endeudamiento con coste de «SISA».

No solamente «SISA» está escasamente endeudada sino que además presenta un exceso de liquidez y más concretamente de disponibilidades.

B) Opinión situación económico-financiera anterior.

La entidad presenta un exceso de tesorería de un 37% (51% – 14%) total de su balance, estando remunerado por un 6% frente al 20,4% de la rentabilidad económica de «SISA». Se considera que se está produciendo una ineficiencia en el uso de dichos recursos desde el punto de vista del propietario de «SISA». Bien es cierto que este exceso de recursos genera una exagerada estabilidad de la situación de liquidez y solvencia a c/p de «SISA» y más teniendo en cuenta que ya se ha producido el plan de renovación de sus inversiones. Por tanto, sería conveniente hacer un uso más eficiente de ese exceso de liquidez.

C) Recomendaciones para la aplicación de medidas alternativas para maximizar el valor de la sociedad para sus propietarios.

Se recomienda las siguientes cuatro alternativas:

1. Si la empresa desarrolla su actividad en un mercado en crecimiento y, por tanto, no maduro, podrían invertir esos excedentes en su propia actividad, generando unas rentabilidades mayores al 20% frente al 6% que le generan actualmente.
2. Si la empresa no está en un mercado en fase de crecimiento y se observara que «SISA» realiza una política de gestión de los excedentes de tesorería descuidada y negligente dentro de los mercados financieros, se procederá a reconsiderar dicha política mediante la inversión de los excedentes de tesorería en alternativas mucho más rentables aunque fueran en plazos superiores ya que son recursos no necesarios a corto plazo.
3. En el caso de que «SISA» operara en un mercado ya maduro y muy competitivo y la gestión de los excedentes de tesorería fuera eficiente, se podría abonar esos excedentes a los propietarios de «SISA» en concepto de devoluciones de aportaciones de los socios, reduciéndose en su caso capital y/o reservas. Esta devolución requiere que sea aprobada por la junta general de accionistas y podría llevarse mediante un plan en varios años de retribuciones excepcionales a los propietarios.
4. Otra alternativa a las tres previamente comentadas es la de buscar nuevas inversiones, tanto en mercados relacionados con la actividad de «SISA» (por ejemplo, estrategia horizontal mediante la compra de otros competidores o estrategia vertical mediante la adquisición de proveedores o distribuidores), como en otras actividades no relacionadas con la actividad de «SISA». No obstante, en esta última alternativa se requiere un especial estudio por el desconocimiento y el carácter novedoso de la actividad a realizar.

PARTE II ANÁLISIS DE OPERACIONES CON ACCIONISTAS Y POLÍTICA FINANCIERA Y DE RIESGOS.

1. Valoración de la inversión financiera temporal que corresponde a un préstamo concedido bajo la hipótesis de permanencia de dichos préstamos en balance durante los próximos años.

Antes de proceder a valorar la inversión financiera, hay que resaltar la desacertada denominación en balance del préstamo concedido ya que habría que resaltar en su denominación su naturaleza de crédito y su relación con el grupo ¹¹.

Este crédito concedido supone un 41% del total del balance (33.000 / 80.781). Aporta un rendimiento del 6%, generando intereses anuales de 1.980 euros. El rendimiento sin riesgos a un año se eleva a 4,5 y la rentabilidad económica de la entidad se eleva a 19,16% ¹².

La valoración del crédito en el balance de «SISA» es negativa, por los siguientes aspectos:

1. La concesión del crédito supone casi la mitad del balance (41%), importancia cuantitativa excesiva para no tratarse de su actividad principal, por tanto, no tiene suficiente experiencia en la concesión de crédito como para asegurarse una gestión eficiente.
2. El riesgo de concentración es elevadísimo ya que se concentra todo el crédito en un único acreditado.
3. Además, el crédito se concede a su matriz, sin especificarse en los estados el carácter de operación de grupo y de largo plazo, estableciéndose como operación a corto plazo.
4. En cuanto a la rentabilidad obtenida por el crédito concedido, no se tiene información suficiente para afirmar si la prima de riesgo cobrada a la matriz ¹³ es la que marca el mercado ya que se desconoce este dato. No obstante, la diferencia entre la rentabilidad obtenida con el crédito y la rentabilidad económica de la empresa es muy amplia, de un 6% a un 19,16% respectivamente. Por ello, se puede afirmar que es más rentable invertir esos fondos en su propia actividad que en la concesión de un crédito a su matriz siempre que exista esa posibilidad, es decir, que la sociedad se encuentre en un mercado en crecimiento y no en un mercado maduro. Si se analiza el crecimiento de las ventas en los últimos 4 años (un 38%) se puede deducir que la entidad se encuentra en un mercado en fase de crecimiento. Incluso existe la opción de devolución de los recursos excedentes de su actividad propia a sus accionistas con la finalidad de aportar más rentabilidad a sus propietarios y la obtención de un mayor efecto positivo del apalancamiento financiero.

¹¹ Conforme a lo establecido en el Punto 5.º de la Norma 5.ª del Plan General Contable de 1990.

¹² Rentabilidad económica = BAIT/ATM = (10.052 + 4.308 + 1.120) / 80.781 = 19,16%.

¹³ La prima de riesgo es igual al tipo de interés cobrado menos el tipo de interés libre de riesgo, siempre con el mismo plazo uno y otro tipo de interés. En el caso que nos ocupa, sería de 6% - 4,5% = 1,5%.

El análisis previamente realizado es desde el punto de vista individual de la «SISA» porque si se hiciera consolidado no existiría tal crédito y, por tanto, su efecto sería nulo.

2. Valore si la operación de cancelación por importe de 28.000 euros mediante la aportación de «Piezas Metálicas, S.A.», según se describe en el apartado anterior, ha sido positiva para «SISA».

Los aspectos que hay que considerar en la valoración de «Piezas Metálicas, S.A.», además de su balance y cuenta de pérdidas y ganancias, son:

Beneficio recurrente que permite pagar 3 euros por acción, el total de dividendo pagado se eleva a 33.000 euros.

El objeto social es el mismo que el de «SISA».

Patrimonio neto (2004) = 11.000 + 47.000 + 3.300 = 19.000 euros.

Los métodos posibles de valoración de sociedades son varios, finalmente, se ha considerado para la valoración de «Piezas Metálicas, S.A.» el método basado en la suma del valor teórico contable (es el valor contable y, por tanto, registrado de la sociedad) más la actualización del *cash flow* de explotación (se toma *cash flow* en sustitución del beneficio ya que es un dato más objetivo y menos susceptible de modificación) de los siguientes 5 años (se toma un período a medio plazo prudente y más fácilmente previsible). Se considera que el *cash flow* para estos años es constante e igual al calculado para el año 2004 (premisa prudente). Se utiliza como tipo de interés la rentabilidad de la inversión, 6%, ya que es la referencia que tenemos en el ejercicio como rentabilidad exigida por el riesgo asumido con el grupo.

Cash flow de explotación para el año 2004 de «Piezas Metálicas, S.A.»:

Cash flow por el método directo es igual a todos los cobros que se efectúan menos los pagos.

Cash flow por el método indirecto es igual al beneficio de explotación más todos los gastos relacionados con partidas a largo plazo que no supongan desembolsos menos todos los ingresos relacionados con partidas a largo plazo que no supongan desembolsos más los decrementos del capital circulante.

Método directo		Método indirecto	
Conceptos	Cantidades	Conceptos	Cantidades
+ Ventas	42.500	+ Beneficio neto	3.300
– Incremento de deudores	4.000	+ Amortizaciones	7.000
– Incremento de provisiones	16.800		
– Incremento de existencias	6.000	= Rec. Gener. Operaciones	10.300
			.../...

.../...			
– Gasto de personal	5.050		
– Increm. provis. insolvencia	1.936	– Incremento existencias	6.000
– Suministros	4.400	– Incremento de deudores	4.000
– Gastos financieros	2.600		
– Impuesto sobre sociedades	1.414		
Cash flow de explotación	300	Cash flow de explotación	300

Valoración cuantitativa de «Piezas Metálicas, S.A.» = Valor teórico contable más la actualización del cash flow de los próximos 5 años =

$$= 19.000 + 300 \times (1 - 1,06^{-5}) / 0,06 = \mathbf{20.264 \text{ euros}}$$

Conclusiones:

1. Si se observa el precio pagado con la valoración de la empresa, sin más información que la deducida del enunciado se puede asegurar desde el punto de vista cuantitativo que la operación de cancelación es negativa, ya que se paga 28.000 euros por algo que vale cuantitativamente 20.264 euros.
2. No obstante, dada que la rentabilidad obtenida de la inversión es 11,8% (3.300 / 28.000) muy superior al 6% obtenido mediante la inversión alternativa (el crédito concedido): si además tenemos en cuenta aspectos cualitativos, como, por ejemplo: que la sociedad adquirida pertenece al mismo sector ¹⁴, podría generar que la adquisición fuera muy rentable.

Por tanto, aunque, en un principio, tomando como referencia los aspectos cuantitativos del enunciado se podría afirmar como una operación negativa para «SISA», en cambio, si se hace un análisis más pormenorizado incluyendo aspectos cualitativos, se podría asegurar lo contrario, es decir, que la operación es positiva.

El análisis realizado en los párrafos anteriores es individual ya que si hacemos el análisis consolidado no existirían las operaciones entre empresas del mismo grupo como sería el caso.

3 A) Opinión sobre la política financiera y de riesgo seguida por «SISA».

Datos:

Crédito Grupo = 33.000

28.000 ——— 100% ——— «Piezas Metálicas, S.A.»

5.000 ——— 60% ——— «Promociones Inmobiliarias, S.A.»

Valor teórico contable = 5.000

¹⁴ Esto puede generar sinergias, economías de mercado, tanto en la compra de suministros como en la producción y mercado.

40% restante socio externo: aporta conocimiento técnico con reconocimiento y prestigio en el sector. Para toma de decisiones se requiere unanimidad. Constituyen 5 filiales (promociones) mediante financiación bancaria pero con el aval de 50.000 euros (10.000 € cada una) de «SISA».

Opinión:

Desde el punto de vista individual de «SISA»:

- Su política financiera (pasivo) es muy estable y segura con un volumen elevado de recursos propios, 76% del total del balance (30.000 + 18.000 + 3.400 + 10.052 / 80.781), y además con un exceso de recursos, al menos, 33.000 euros, para el desarrollo de su actividad típica.

En cuanto a su política de riesgos, comentar que el 59% del activo de su balance asume el riesgo propio de su actividad típica (fabricación de piezas metálicas especiales, mediante procesos de troquelado y fresado, con un gran aporte de mano de obra especializada), pero en cuanto al 41% restante se dedica a una actividad ajena a la entidad que es la concesión de un crédito a su matriz. En cuanto a esta segunda actividad, comentar los dos puntos siguientes:

- Si entendemos que el crédito de 33.000 euros a la matriz es permanente, existen dudas razonables de si dicho riesgo está adecuadamente gestionado y asumido, por la razones comentadas a lo largo del ejercicio, ya que la decisión de esta operación estaría influenciada por las decisiones de la matriz.
- En el caso de tratarse de una operación coyuntural o no permanente, consideramos dos situaciones:

- 1 La situación anterior a enero de 2005 que es la misma que la establecida en el primer punto.
- 2 La situación posterior a enero de 2005, que amortiza el crédito mediante la adquisición de dos inversiones, la primera, hace referencia a la adquisición del 100% de «Piezas Metálicas, S.A.» por un importe de 28.000 euros. Esta sociedad se dedica a la misma actividad que «SISA». Por consiguiente, el riesgo es conocido para «SISA» por lo que no se pone en duda la gestión adecuada del riesgo que conlleva la adquisición de esta participación. La segunda inversión como contraprestación del crédito concedido a su matriz es la adquisición del 60% de «Promociones Inmobiliarias, S.A.» por un importe igual a 5.000 euros. Aunque en un principio el precio pagado parece adecuado al coincidir este con su valor teórico contable, se requiere más información para afirmar el justo precio o no. No obstante, «SISA» no solo invierte en una sociedad 5.000 euros en la que la gestión es conjunta y no posee conocimientos sobre el sector donde desarrolla la actividad¹⁵, sino que además garantiza la financiación necesaria para el desarrollo de la actividad de dicha sociedad mediante la creación de cinco filiales promotoras. El aval por 50.000 euros supone el 63% del balance de «SISA». Por tanto, se podría decir que la «SISA» esta dejando su futuro y supervivencia a una actividad ajena a su actividad propia y típica y no controlada por ella.

¹⁵ Sector inmobiliario que presenta un importante riesgo por su iliquidez y por la posibilidad de la existencia de una burbuja inmobiliaria.

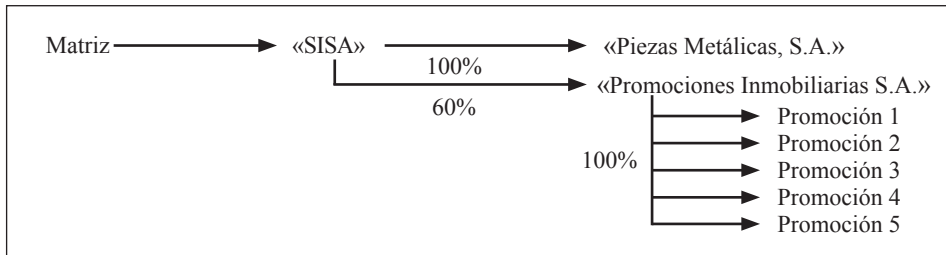
Como conclusión, la política de riesgo es inadecuada por los siguientes motivos:

- a) Se inicia en una nueva actividad, desconocida para «SISA», de elevado riesgo por: su carácter especulativo, la poca liquidez de su mercado y por un alto riesgo de mercado al existir la posibilidad de burbuja inmobiliaria.
- b) A pesar de tener más de la mitad de la propiedad de «Promociones Inmobiliarias, S.A.», no presenta el control sobre la misma ya que la gestión es conjunta con el otro accionista por la necesidad de unanimidad para la adopción de acuerdos. Por consiguiente, no solo se introduce en el desarrollo de una actividad especulativa y desconocida sino que, además, depende de un tercero que a pesar de presentar menos inversión tiene la misma capacidad de gestión.
- c) El riesgo asumido por «SISA» es elevadísimo tanto por el aval concedido como por la participación en «Promociones Inmobiliarias, S.A.», existiendo una elevada concentración más del 50% de su balance.

Por todo ello, considero que la política de riesgo de «SISA» es desafortunada y que debería corregir cuanto antes, mediante: la reducción del riesgo en el sector inmobiliario, la reducción de la concentración y la dedicación en mayor medida a su actividad propia.

3.B) Perímetro de consolidación:

GRÁFICO



Constituye grupo consolidable: la matriz, «SISA» y «Piezas Metálicas, S.A.», ya que existe unidad de decisión conforme a lo establecido en la Sección 5.^a de la Ley 62/2003 que modifica el artículo 42 del Código de Comercio.

El grupo se integra por el procedimiento de integración global, conforme al artículo 11 del Real Decreto 1815/1991.

El subgrupo de «Promociones Inmobiliarias, S.A.» y sus filiales (entre ellas deberán integrarse por el método de integración global conforme al art. 11 del RD 1815/1991) se integran con el grupo descrito previamente por el método de integración proporcional o participaciones

puestas en equivalencia conforme a los artículos 12 y 14 del Real Decreto 1815/1991, ya que se trataría de un caso de multigrupo ¹⁶, constituyendo todo ello un conjunto consolidable.

3.C) Recursos propios consolidados.

Calculamos los recursos propios consolidados con las siguientes suposiciones al no tener más información disponible:

1. Se calcula a nivel de «SISA», ya que desconocemos la naturaleza, situación y demás datos de su accionista mayoritario.
2. Se supone que los recursos propios de «Promociones Inmobiliarias, S.A.» y sus filiales coinciden con la inversión realizada por sus matrices.

Fondos propios individuales de cada sociedad:

- «SISA» = 30.000 + 18.000 + 3.400 + 10.052 = 61.452
- «Piezas Metálicas, S.A.» = 11.000 + 4.700 + 3.300 = 19.000
- «Promociones Inmobiliarias, S.A.» = 5.000

Participaciones en cada sociedad:

- Participación por el 100% de «Piezas Metálicas, S.A.» = 28.000
- Participación por el 60% de «Promociones Inmobiliarias, S.A.» = 5.000

Diferencias de consolidación por la participación en cada sociedad:

- Fondo de comercio de consolidación por la participación en «Piezas Metálicas, S.A.» =
= Valor de la participación – (porcentaje de variación × el patrimonio neto de «Piezas Metálicas, S.A.») = 28.000 – (100% × 19.000) = 9.000

Recursos propios consolidados:

$$\begin{aligned}
 &+ \text{Fondos propios de las sociedades individuales} = 61.452 + 19.000 + 5.000 = 85.452 \\
 &- \text{Participaciones sociedades perímetro de consolidación} = 28.000 + 5.000 = 33.000 \\
 &= \text{Recursos propios consolidados} = \underline{52.452}
 \end{aligned}$$

Si comparamos los recursos propios consolidados con los de la matriz, se observa que aquellos (52.452) son muy inferiores (15%) a los de la matriz (61.452). Esto se debe a la compra con fondo de comercio de la inversión en «Piezas metálicas, S.A.».

¹⁶ Se trataría de un caso de multigrupo ya que los acuerdos se toman por unanimidad entre todos los accionistas de «Promociones Inmobiliarias, S.A.», a pesar de que «SISA» posee el 60% de sus acciones.