

La problemàtica de la valoració en una operació de fusió. Cas Banc Industrial⁵³

ORIOL AMAT
Universitat Pompeu Fabra

IGNACIO FIESTAS
Nathan Associates

Data recepció: 05/08/2012
Data acceptació: 07/10/2012

RESUM

En les operacions de fusió té un interès especial la problemàtica de la valoració. El mètode escollit i les hipòtesis utilitzades influeixen molt en la valoració de cadascuna de les empreses, en l'equació de bescanvi i, per tant, en la participació de cada accionista en l'empresa resultant de la fusió.

Aquest cas tracta sobre les dificultats que comporta l'elecció del mètode i l'impacte de les hipòtesis utilitzades. Per a això es descriuen els punts de vista de les dues parts en conflicte amb la finalitat de determinar qui té raó.

PARAULES CLAU

Fusió, Valoració d'empreses, Equació de bescanvi, Valor comptable, Descompte de fluxos de caixa.

53. El cas està basat en una situació real, però s'han modificat els noms de les empreses així com els imports amb la finalitat de preservar la confidencialitat.

ABSTRACT

Company valuation is a special issue in mergers. The selected method and hypotheses have a big influence in the valuation of each one of the companies, in the exchange equation and, therefore, in the participation of each shareholder in the resulting company. This case treats on the difficulties of the election of the method and the impact of the different hypotheses. It points out the view of the two parts in conflict with the purpose of determining who is right.

KEYWORDS

Merger, Company valuation, Exchange equation, Accounting value, Discounted cash flow.

1. Introducció

A la fi de març del present any 1, els Consells d'Administració de les societats Components, S.A., Bieles, S.A. i Turbines, S.A. van aprovar el Projecte de Fusió basat en l'informe elaborat per la Consultora Y, una de les més prestigioses consultores a nivell internacional. Posteriorment, les Juntes Generals d'Accionistes van ratificar l'acord de fusió. A pesar que l'aprovació va comptar amb la majoria dels vots dels accionistes de les tres empreses, els accionistes minoritaris de Turbines, S.A. i Bieles, S.A. van votar en contra ja que es van considerar perjudicats per la valoració efectuada per a cadascuna de les tres empreses. Segons ells, les valoracions efectuades beneficiaven el Banc Industrial, que és l'accionista únic de Components, S.A., en perjudici dels accionistes de Bieles, S.A. i de Turbines, S.A. El Banc Industrial és al seu torn accionista majoritari de les altres dues empreses, ja que disposa del 90% de les accions de Bieles, S.A. i Turbines, S.A.

Aquesta fusió es basa en la intenció d'aconseguir sinergies tecnològiques i comercials en el sector de la fabricació de components d'automoció i en l'estratègia del Banc Industrial de concentrar totes les seves filials per sectors.

En l'actualitat el procés de fusió està paralitzat ja que els accionistes minoritaris l'han impugnat. Tot està pendent que el jutge decideixi si el procés de fusió pot continuar o bé si s'ha d'anul·lar. En el primer cas signi-

fica que es dona la raó al Banc Industrial. En canvi, en el segon cas es dona la raó als minoritaris.

2. Mètode de valoració utilitzat

En el Projecte de Fusió, la valoració de les accions de les tres societats es basa en el mètode del descompte de fluxos lliures de caixa o mètode del *cash-flow* lliure. Per al seu càlcul s'han tingut en compte els següents elements:

- Suma del valor actual al 31 de desembre de l'any 0 dels fluxos lliures de caixa no financers que s'estima que generaran les societats entre l'1 de gener de l'any 1 i el 31 de desembre de l'any 5. El període de 5 anys es justifica en el convenciment que les inversions previstes de manteniment i actualització tecnològica aconseguiran el seu nivell de maduresa en aquest període.

Els fluxos de caixa lliures no financers es determinen com segueix:

Resultat de l'exercici

+ Amortitzacions

= Flux de caixa

+/- Existències

+/- Clients

-/+ Proveïdors i altres deutes de l'explotació

= Flux de caixa operatiu (caixa generada per les operacions)

-/+ Inversions en immobilitzat

= Flux de caixa lliure no financer

- Suma del valor residual, calculat com el valor actual al 31 de desembre de l'any 0 d'una renda perpètua del flux lliure de caixa estimat per a l'últim exercici projectat (any 5). Aquest valor residual és l'estimació del que podria pagar un inversor per cadascuna de les empreses, en funció dels rendiments esperats avui, de l'any 6 fins a l'infinit. El valor residual s'actualitza usant la mateixa taxa de descompte que la utilitzada per actualitzar els fluxos lliures de caixa dels cinc primers anys de l'horitzó de la planificació (de l'any 1 a l'any 5).

- Suma o resta de la posició financera neta al 31 de desembre de l'any 0, que s'ha deduït en el cas de Components, S.A. (per tractar-se de l'endeutament financer net) i s'ha addicionat en el cas de les altres dues societats (per tractar-se d'una posició financera positiva). La posició financera és la diferència entre els actius de tipus financer (disponible i inversions financeres temporals) i els passius de tipus financer (préstecs bancaris a llarg i a curt termini). En l'annex 1 s'acompanyen els balanços últims de les tres empreses.
- Suma del valor de mercat d'aquells actius no afectes a l'explotació, tals com a inversions financeres a llarg termini i actius immobiliaris extrafuncionals. Aquests actius han estat objecte d'una addició a la resta de valors perquè les seves rendes no són dins dels fluxos de caixa lliures de cadascuna de les tres empreses. El valor de mercat d'aquests actius, d'acord amb l'últim peritatge, és:

	Components, SA	Bieles, SA	Turbines, SA
Participacions financeres	20	5	2
Actius immobiliaris ociosos	104	–	–

- Resta d'altres contingències. Aquesta circumstància només afecta a Bieles, S.A., com a conseqüència d'unes actes d'Hisenda que estan recorregudes davant el Tribunal Contenciós-Administratiu. Concretament, es tracta d'un problema d'interpretació sobre les retencions a practicar a les comissions de venedors. La contingència, que no està reflectida en el passiu del balanç, s'ha xifrat en 22 milions d'euros, que és l'import del 30% del total de les actes d'Hisenda que estan recorregudes. S'ha pres el 30% ja que en el passat l'empresa ha guanyat el 70% de les actes que li han aixecat pels mateixos conceptes.

3. Determinació dels fluxos lliures de caixa no financer

En primer lloc, els redactors del Projecte de Fusió, després de diverses reunions mantingudes amb directius de les empreses objecte de la fusió i l'anàlisi d'informació estratègica i comercial, han formulat les següents previsions de vendes (en milions d'euros):

Real Previsió						
	Any 0	Any 1	Any 2	Any 3	Any 4	Any 5
Components, S.A.	9.507	10.277	10.881	11.336	11.706	12.054
Bieles, S.A.	1.572	1.680	1.765	1.814	1.850	1.885
Turbines, S.A.	2.425	2.570	2.649	2.719	2.783	2.850

En els últims cinc anys, les vendes de cadascuna de les tres empreses s'han incrementat en un 2% anual (Components, S.A.), en un 3% anual (Bieles, S.A.) i en un 3,5% anual (Turbines, S.A.).

A continuació, s'han realitzat les estimacions de fluxos futurs a partir de les previsions dels conceptes següents des de l'any 1 fins a l'any 5:

- Ingressos, despeses i resultats.
- Balanços de situació (amb les corresponents inversions i finançament).

A través d'aquestes previsions s'han estimat els següents fluxos de caixa lliures (dades en milions d'euros):

	Any 1	Any 2	Any 3	Any 4	Any 5
Components, S.A.	409	615	667	688	871
Bieles, S.A.	100	78	115	108	106
Turbines, S.A.	132	260	264	259	262

En el cas de Bieles, S.A., cal tenir en compte que la reducció en el flux de caixa lliure de l'any 2, es deu bàsicament a les importants inversions que caldrà efectuar en els anys venidors com a conseqüència de l'alt nivell d'obsolescència de les seves instal·lacions. En canvi, Components, S.A. és l'empresa que està més al dia tecnològicament, ja que en els últims anys ha realitzat importants inversions.

En l'annex 1 i 2 s'acompanyen els balanços de situació de l'últim any i el càlcul dels fluxos de caixa lliure de cadascuna de les tres empreses.

La taxa de descompte aplicada en el càlcul dels valors actuals al 31 de desembre de l'any 0 s'ha determinat d'acord amb el cost mitjà ponderat del passiu, calculat com segueix:

- El cost dels recursos propis s'ha estimat d'acord amb una taxa sense risc (deute públic a llarg termini) del 4% anual i una prima de risc de mercat del 5% per a Components, S.A. i del 6% per a Bieles, S.A. i

Turbines, S.A. Les raons per les quals Components, S.A. té una prima de risc menor que Bieles, S.A. i Turbines, S.A. són fonamentalment que tenen un àmbit territorial d'actuació més gran (a més d'actuar a Espanya, realitza activitats a nivell internacional), així com la seva més gran diversificació (té un catàleg de productes més ampli) i la seva capacitat d'innovació (és l'única de les tres empreses que disposa de departament de R+D).

- El cost dels recursos aliens s'ha estimat en un 5,2% abans de l'efecte fiscal, que és del 35%. Per tant, el cost després d'impostos del deute és del 3,4%. Donada la situació de liquiditat financera al 31 de desembre de l'any 0 en Bieles, S.A. i Turbines, S.A., no s'ha considerat cap cost dels recursos aliens en aquestes societats. Per a Components, S.A. s'ha considerat que els seus recursos aliens són la posició financera neta negativa. Per tant, a l'efecte de càlcul del cost de capital només s'ha considerat el deute amb cost explícit, de la qual s'han deduït el disponible i les inversions financeres temporals.

4. Resum del punt de vista dels socis minoritaris

A la vista del Projecte de Fusió aprovat, els socis minoritaris han presentat un altre informe que conclou:

«El Projecte de Fusió és imrepresentable tècnicament. La seva falta de rigor condueix a conclusions subjectives i esbiaixades a favor de la valoració de Components, S.A. en detriment de les altres dues empreses. És clar que el que persegueix és beneficiar els interessos del Banc Industrial».

Els temes concrets que es qüestionen són els següents:

- El fet d'haver usat un únic mètode de valoració (el del flux de caixa lliure).
- També es qüestionen les previsions de vendes ja que l'empresa que més incrementarà les vendes és la que menys les ha incrementat en els últims anys (Components, S.A.).
- També es qüestionen les estimacions dels fluxos sobre la base que no es presenta cap informe que justifiqui la quantificació de resultats i fluxos de fons futurs de les empreses. D'altra banda, s'ignora l'evolució històrica de les diferents empreses que és indicadora de la tendència que fins avui les empreses han demostrat aconseguir en l'obtenció d'aquests fluxos de fons.

- Respecte a l'elecció de les taxes de descompte, els socis minoritaris no estan d'acord en què Components, S.A. tingui menys risc que les altres dues empreses. Consideren que, precisament, Components, S.A. és l'única empresa que té una posició financera creditora.
- Finalment, l'informe dels socis minoritaris acompanya una hipòtesi sobre quins dividendes rebrien els actuals socis de cadascuna de les empreses l'any 2 (provinents dels resultats de l'exercici de l'any 1), si els dividendes repartits pel grup fusionat fossin exactament els mateixos i d'idèntic origen que els distribuïts l'any 1. Així, consideren que si els dividendes repartits fossin els mateixos, un accionista de Components, S.A. doblaria els seus dividendes sense haver modificat la seva participació, mentre que un accionista de Turbines, S.A. o Bieles, S.A. els veuria reduïts considerablement. Sobre la base de totes aquestes consideracions, els accionistes minoritaris van votar en contra i van impugnar l'acord de les Juntes Generals d'Accionistes de Bieles, S.A. i Turbines, S.A.

5. El punt de vista del Banc Industrial

A la vista de l'anterior informe dels socis minoritaris, el Banc Industrial n'ha presentat un altre rebatent les anteriors conclusions a què s'havia arribat.

Respecte al mètode utilitzat, aquest informe analitza la resta de mètodes de valoració rellevants. El valor comptable es considera un mètode de valoració d'escassa utilitat, ja que es basa en dades històriques sense considerar importants aspectes de la valoració com l'obsolescència, la inflació i el valor creat per l'empresa o *good-will*. D'altra banda, el mètode del valor de liquidació només seria vàlid en els casos en què realment l'empresa estigui en procés de liquidació, molt allunyat de l'actual situació. Així, l'informe del Banc Industrial conclou:

«El mètode més apropiat per valorar una empresa és el basat en el descompte dels fluxos de fons esperats, ja que el valor de les accions d'una empresa —suposant la seva continuïtat— prové de la seva capacitat per generar diners (fluxos) per als propietaris de les accions. A més, altres mètodes han estat molt utilitzats en el passat, però fallen perquè calculen el valor des d'una perspectiva estàtica, sense tenir en compte l'evolució futura de l'empresa.»

Per complementar aquest punt de vista, conclou que si s'haguessin utilitzat altres mètodes, com el del valor net comptable, Components, S.A. hagués sortit fins i tot més afavorida. Les crítiques sobre les previsions de vendes conclouen que les vendes de Components, S.A. havien evolucionat en els últims anys de forma menys positiva que les de les altres dues empreses. No obstant això, les bones perspectives de les vendes en altres països i les corresponents als nous productes que s'havien desenvolupat recentment en el departament de R+D farien que en els propers anys les vendes de Components, S.A. augmentarien més que les de les altres empreses:

- Components, S.A. té una gran capacitat d'innovació en disposar d'un departament de Recerca i Desenvolupament que li permet llançar de forma periòdica nous productes.
- Components, S.A. ja ha engegat en anys anteriors una estratègia d'internacionalització que explica, en part, un major creixement de les vendes, com a conseqüència dels increments de vendes a Alemanya, França i Itàlia.

La realitat de les vendes del primer semestre de l'any 1 ja permet comprovar que les vendes de Components, S.A. estan creixent per sobre de les vendes de les altres dues empreses:

Creixement del primer semestre de l'any 1 respecte al primer semestre de l'any 0	
Components, S.A.	8,5%
Bieles, S.A.	7%
Turbines, S.A.	8%

Respecte a les estimacions de fluxos futurs, l'informe del Banc Industrial presenta la sèrie de treballs que Consultora Y ha realitzat seguint els procediments i normes de pràctica professional generalment acceptats en matèria de valoració d'empreses (vegeu la relació dels principals treballs efectuats en l'annex 5). D'altra banda, la importància atorgada per l'informe dels socis minoritaris al fet d'ignorar l'evolució històrica de les diferents empreses i que seria indicadora de la seva tendència no és aplicable ja que mentre Components, S.A. ha dut a terme millores significatives per a la informatització i automatització, les altres dues empreses en procés de fusió no han engegat processos similars que possibilitarien una major eficiència en costos.

L'informe del Banc Industrial defensa les taxes de descompte utilitzades en el Projecte de Fusió ja que el major volum, el major àmbit territorial, la internacionalització, la diversificació (justificada per un ventall més gran de productes) i la capacitat d'innovació condueixen inevitablement a pensar que els negocis de Components, S.A. incorren en un risc menor per les seves alternatives i capacitat de sobreviure enfront de potencials imprevists.

Finalment, l'informe del Banc Industrial defensa la no aplicabilitat de la hipòtesi dels dividendes posat que els dividendes no depenen tant de la riquesa generada sinó del que decideixi la Junta General d'Accionistes. Així, l'any 0 Components, S.A. va destinar el 45% dels seus beneficis a dividendes, mentre que Bieles S.A. hi va destinar el 102% (és a dir, més que els beneficis) i Turbines, S.A. el 60%. Components, S.A. podia haver doblat els seus dividendes l'any 0, si així ho hagués desitjat. Si els beneficis es reparteixen com a dividendes es redueix el valor comptable net i la capacitat de creixement; si això succeeix any rere any, el valor comptable net no augmenta, tret que s'abordin ampliacions de capital per demanar diners als accionistes. Per tant, en aquest sentit, l'accionista de Components, S.A. han sacrificat molt més els seus interessos a curt termini (ha cobrat proporcionalment menys dividendes) que els de les altres dues empreses.

Sobre la base de la informació anterior es demana:

- Calcular el cost de capital de cadascuna de les tres empreses.
- Calcular el valor de cadascuna de les tres empreses amb el mètode del flux de caixa lliure.
- Calcular el nombre d'accions que ha d'emetre la nova societat (tenint en compte que el nominal ha de ser de 1.000 euros i que es desitja una reserva de prima d'emissió del 50% dels fons propis) i el tipus de bescanvi per als accionistes de les tres empreses.
- En relació amb les posicions defensades pels socis minoritaris i pel Banc Industrial: Qui té raó?

Annex 1. Balanç de situació reals a 31.12.0

	Comp.	Bieles	Turbines
Actiu fix	8859	742	1142
Amortització acumulada	-4254	-484	-599
Circulant no financer	1762	177	355
Disponible i inversions financeres temporals	245	265	164
Total	6612	700	1061
Fons propis (menys dividends a repartir)	4501	346	574
Préstecs bancaris a llarg termini	350	3	49
Préstecs bancaris a curt termini	327		10
Deutes no financers a curt termin	1434	351	428

Annex 2. Fluxos de caixa lliure des de l'any 0 (reals) i des de l'any 1 fins l'any 5 (provisionals)

	Any 0	Any 1	Any 2	Any 3	Any 4	Any 5
Components, S.A.						
Benefici net	211	283	510	596	652	834
Flux de caixa	738	866	1118	1219	1284	1465
Flux de caixa operatiu	842	1008	1101	1170	1230	1453
Flux de caixa lliure	342	409	615	667	688	871
Dividend	95					
Bieles, S.A.						
Benefici net	75	96	120	126	150	146
Flux de caixa	118	163	190	191	178	179
Flux de caixa operatiu	102	185	157	182	175	170
Flux de caixa lliure	81	100	78	115	108	106
Dividend	77					
Turbines, S.A.						
Benefici net	160	176	224	228	234	239
Flux de caixa	240	256	318	329	339	345
Flux de caixa operatiu	260	271	320	320	328	334
Flux de caixa lliure	130	132	260	264	259	262
Dividend	96					

Annex 3: Percentatges de costos sobre vendes de l'any 0

	Components, S.A.	Bieles, S.A.	Turbines, S.A.
Costos de producció	68%	77%	75%
Costos de logística	12%	6%	4%
Costos d'administració i direcció	13%	11%	11%
Benefici	7%	6%	10%
Total	100%	100%	100%

Annex 4: Informació relativa a les accions de les tres societats

	Components, S.A.	Bieles, S.A.	Turbines, S.A.
Nombre d'accions a 31.12.Any 0	5.000	1.000	8.000

– Altres dades:

De cara a l'emissió de les noves accions, es desitja que la nova societat emeti accions d'un valor nominal de 1.000 euros per un valor equivalent al 50% dels fons propis de les tres societats a 31.12.any 0, que és de 5.421 milions d'euros.

Annex 5: Principals procediments aplicats en cadascuna de les tres empreses per Consultora Y per a elaborar el Projecte de Fusió

1. Anàlisi dels comptes anuals dels 5 últims anys.
2. Anàlisi dels papers de treball dels auditors de comptes.
3. Obtenció i anàlisi dels pressupostos corresponents a l'exercici de l'any 1 aprovats pel Consell d'Administració de cadascuna de les tres empreses.
4. Visita a les fàbriques.
5. Manteniment de diverses reunions amb els responsables, entre altres, de les àrees comercials, recursos humans, administració i finances; amb la finalitat de conèixer amb major profunditat la Societat i els seus negocis.

6. Manteniment d'altres reunions amb la Gerència de la Societat amb la finalitat d'obtenir informació rellevant per al treball i en particular, la seva millor estimació sobre l'evolució futura dels negocis en les circumstàncies actuals. Aquesta estimació es va plasmar en una sèrie d'hipòtesis de comportament futur que es recullen en el Projecte de Fusió i que inclouen, entre altres, evolució estimada de vendes brutes i netes fins a l'any 5, evolució esperada de marges bruts, de costos de logística i d'administració, així com inversions previstes en immobilitzat i en capital circulant.
7. Revisió i contrast de les hipòtesis determinades per la Gerència de les Societats amb la finalitat d'avaluar la seva raonabilitat i detectar possibles inconsistències d'hipòtesis entre si. Aquesta revisió es va dur a terme d'acord amb la informació històrica, plans d'actuació futurs i informació sectorial.
8. Elaboració conjuntament amb la Gerència de la Societat d'un pla global d'inversions a escometre en els propers cinc anys.
9. Preparació d'anàlisi de sensibilitat de les hipòtesis i variables que es consideren més sensibles.

Annex 6: Resum jurídic de l'operativa d'una fusió

La fusió de societats mercantils és una operació jurídica que afecta a dues o més societats i que condueix a l'extinció de totes o d'alguna d'elles i a la integració dels seus respectius socis i patrimonis en una sola societat ja preexistent o de nova creació. Dins del procés de fusió podem distingir:

Fase preparatòria: Es redacta el projecte de fusió i es confeccionen els balanços de fusió de les diferents societats que pretenen fusionar-se. El projecte de fusió, encara que haurà de ser signat pels administradors de les societats que es fusionen, no vincula directament a aquestes en tant no sigui aprovada per les respectives juntes generals d'accionistes. El projecte en si és un document de contingut mínim legalment establert. Aquest haurà de sotmetre's a dues classes d'informes escrits:

- a) Un elaborat pels administradors de cadascuna de les societats que participin en la fusió per explicar i justificar detalladament el projecte.
- b) I un altre, elaborat per un o diversos experts, independents i dife-

rents, designats pel Registrador Mercantil a sol·licitud dels administradors de cadascuna de les societats o dels administradors de totes les societats de comú acord. (art. 236 LSA).

Aquesta última peça de caràcter tècnic juga un paper especial en la realització pràctica de les fusions i constitueix una garantia per a creditors, accionistes i tercers. L'expert o experts nomenats, la responsabilitat dels quals es regeix pel que es disposa per als auditors de comptes, podrà obtenir de les societats que participin en la fusió, sense cap limitació, tota classe d'informació i documentació que s'estimi útil, i procedir a totes les verificacions que estimi necessàries. En l'informe es farà referència, en tot cas, a la justificació o no del tipus de bescanvi de les accions i als mètodes seguits per establir-lo, determinant si aquests mètodes són o no adequats, esmentant els valors a què condueixen i a les dificultats especials de valoració, si n'existissin.

Fase decisòria: en les societats anònimes participants, l'acord de fusió ha de ser adoptat per la Junta General d'Accionistes. Aquest acord es publicarà tres vegades en el BORME i en dos periòdics de gran circulació durant tres dies. Però la fusió no podrà ser totalment executada abans que transcorri un mes comptat des de la data de l'últim anunci de l'acord, constituint aquest el període d'oposició de creditors. Encara que s'obliga contractualment les societats participants en la fusió des del moment que el projecte de fusió hagi estat aprovat per totes elles, l'execució es realitza quan s'atorga l'escriptura pública de fusió i aquesta s'inscriu en el Registre Mercantil.

6. Proposta de resolució

6.1. Calcular el cost de capital de cadascuna de les tres empreses

En el cas de Components, S.A. s'ha calculat el cost de capital a partir d'un passiu integrat pels fons propis i la posició financera neta negativa (disponible més inversions financeres temporals, menys préstecs bancaris). Per a Bieles, S.A. i Turbines, S.A. només s'han considerat els fons propis, ja que la posició financera és positiva:

	Components, S.A.	Bieles, S.A.	Turbines, S.A.
Fons propis (menys dividendes a repartir)	4501 91,2%	346 100%	574 100%
Posició financera neta	432 8,8%		
Total	4933 100%	346 100%	574 100%
Cost de capital (Components, S.A.) = $91,2\% \times 0,09^{54} + 8,8\% \times 0,034 = 8,5\%$			
Cost de capital (Bieles, S.A.) = $10\%^{55}$			
Cost de capital (Turbines, S.A.) = 10%			

6.2. Calcular el valor de cadascuna de les tres empreses amb el mètode del flux de caixa lliure

Així, d'acord amb el Projecte de Fusió realitzat per Consultora Y, S.L., el valor de cada de les societats participants en la fusió és, utilitzant el mètode del flux de caixa lliure:

	Components, S.A.	Bieles, S.A.	Turbines, S.A.
Valor actual dels fluxos lliures de caixa fins el 31.12.Any 5	2.496 ⁵⁶	350	827
Valor residual	6.280 ⁵⁷	709	1.213
Posició financera neta	-432	262	105
Participacions financeres	20	5	2
Actius immobiliaris ociosos	104	-	-
Altres contingències	-	-22	-
Valor	8.468	1.304	2.147
Valor relatiu (percentatges)	71,1%	10,9%	18,0%

54. 4% (interès del Deute Públic) + 5% (prima de risc) = 9% .

55. 4% (interès del Deute Públic) + 6% (prima de risc) = 10% .

56. $2.496 = 409 / 1,085 + 615 / (1,085)^2 + 667 / (1,085)^3 + 688 / (1,085)^4 + 871 / (1,085)^5$.

57. $6.280 = 871 / (1,085)^6 / 0,085$.

6.3. Calcular el nombre d'accions que ha d'emetre la nova societat (tenint en compte que el nominal ha de ser de 1.000 euros i que es desitja una reserva de prima d'emissió del 50% dels fons propis) i el tipus de bescanvi per als accionistes de les tres empreses

Per trobar la primera aproximació del nombre d'accions a emetre es multiplica el valor dels fons propis a 31.12.any 0 pel 50% (atès que el 50% restant correspondrà a la reserva per prima d'emissió) i es divideix pel valor nominal de les noves accions: $(5.421.000.000 \times 0,50) / 1.000 = 2.710.500$ accions

Societat	% valor	N.º accions ⁵⁸	Relació bescanvi ⁵⁹	N.º accions ⁶⁰	Capital social ⁶¹
Components, S.A.	71,1%	1.927.165	385	1.925.000	1.925.000.000
Bieles, S.A.	10,9%	295.445	295	295.000	295.000.000
Turbines, S.A.	18%	487.890	61	488.000	488.000.000
Total	100%	2.710.500		2.708.000	2.708.000.000

Dels càlculs anteriors es desprèn que:

- Al Banc Industrial (accionista de Components, S.A.) li donaran 385 accions noves per cada acció antiga. Als accionistes de Bieles, S.A., els donaran 295 accions per cada acció antiga i als de Turbines, S.A. 61 accions per cada acció antiga.
- El capital social ascendirà a 2.708 milions d'euros.
- La reserva de prima d'emissió ascendirà a 2.713 milions d'euros (que és igual a la diferència entre els fons propis de les tres societats, 5.421 milions d'euros, i el capital social a emetre, 2.708 milions d'euros).
- La reserva de prima d'emissió supera el capital social com a conseqüència dels arrodoniments aplicats. La prima d'emissió és del 100,18%.

58. Nombre d'accions a emetre multiplicat per la participació de cada empresa en la valoració total.

59. Per trobar la relació de bescanvi es divideix el nombre d'accions calculat en la columna anterior, pel nombre d'accions de la societat abans de la fusió. La xifra obtinguda s'arrodoneix per excés o per defecte.

60. Relació de bescanvi multiplicada pel nombre d'accions de cada societat abans de la fusió.

61. Nombre d'accions multiplicades pel valor nominal de 1.000 euros.

6.4. En relació amb les posicions defensades per als socis minoritaris i per el Banc Industrial: qui té raó?

Aquesta última qüestió queda pendent de contestar amb la finalitat de que ho faci el lector. De totes maneres, independentment de les consideracions sobre el mètode, les vendes, els fluxos, el tipus de descompte i altres crítiques, s'acompanya la valoració segons el mètode del valor net comptable:

	Valor Net Comptable		Valor Projecte de Fusió	
	Milions d'euros	%	Milions d'euros	%
Components, S.A.	4.501	83	8.468	71,1
Bieles, S.A.	346	6,4	1.304	10,9
Turbines, S.A.	574	10,6	2.147	18,0
Total	5.421	100	11.920	100

Es pot apreciar a partir de les xifres anteriors que si el mètode de valoració utilitzat hagués estat el del Valor Comptable Net encara s'hauria beneficiat més a Components, S.A.