Análisis del crecimiento de la empresa. Métodos de valoración de empresas. Especial referencia a los procesos de fusión, adquisición y alianzas estratégicas.

Introducción 2′30″

- **Enganche**: «Roma no se hizo en un día»: crecer piedra a piedra o comprar la ciudad hecha.
  - OPA de BBVA sobre Sabadell (5/2024): hostil, canje, mínimo del 50 %; 17 meses discutiendo cuánto valía.
  - Aceptación: **25,33 % del capital** (CNMV, 2025) ⇒ sin efecto.
- **Relevancia**: tamaño ⇒ productividad, salarios, empleo, resistencia a crisis, competencia.
  - España: **3,31 M de empresas; 54,4 % sin asalariados; 2,3 % con 20+** (INE, 2025).
  - VAB/ocupado de las grandes: **1,7 veces el de las micro** (Eurostat, 2024) [3.A.15].
  - M&A mundial: **4,6 billones de $, +49 %** (LSEG, 2025).
- **Contextualización**:
  - Micro: ¿por qué existe la empresa y dónde acaba? [3.A.15]. Finanzas: Friedman (1970) → **maximizar el valor para el accionista**.
  - 3 decisiones: inversión [3.B.2], financiación [3.B.3] y *dimensión* (este tema).
  - **Crecimiento**: aumento de la dimensión (ventas, activos, empleo, valor).
    - **Interno u orgánico**: invierte en su capacidad; **externo o inorgánico**: compra capacidad instalada.
    - **Alianza estratégica**: colaboran conservando la personalidad jurídica.
- **Problemática**: ¿por qué crecen y hay tamaño óptimo? ¿Crecer dentro, comprar o aliarse? ¿Crean valor las F&A? ¿Cuánto vale una empresa?
- **Estructura**: I, *por qué* (teorías); II, *cómo* (estrategias); III, *cuánto vale* y con qué se paga.

Introducción ..... 2′30″
I. Teorías del crecimiento de la empresa ..... 6′30″
1. Hasta el tamaño óptimo ..... 2′
2. Sin tamaño óptimo ..... 4′30″
II. Estrategias de crecimiento ..... 10′30″
Matriz de Ansoff ..... 0′30″
1. Crecimiento interno ..... 2′
2. Crecimiento externo y alianzas ..... 8′
III. Análisis financiero del crecimiento ..... 9′30″
1. Métodos de valoración ..... 8′
2. Financiación del crecimiento ..... 1′30″
Conclusión ..... 1′

I. Teorías del crecimiento de la empresa 6′30″

No hay una teoría, sino 2 familias: unas ven un tamaño óptimo (tecnología o costes de usar el mercado); otras lo niegan y explican el crecimiento por recursos ociosos, azar u objetivos de los directivos.

I.1. Hasta el tamaño óptimo

a) Enfoque tecnológico (neoclásico) y Stigler

- La tecnología fija el destino (desarrollo en [3.A.15]):
  - rendimientos a escala crecientes y luego decrecientes ⇒ CMe a l/p en U [3.A.12];
  - se crece hasta la **escala mínima eficiente** $\overline{q}$ (CMe mínimo $\overline{c}$), donde se agotan las economías de escala.
- Stigler (1939): demanda incierta ⇒ planta **flexible**; evidencia de costes en L (Stigler, 1958): *horquilla* de tamaños.
- *Límites*: no explica que la que ya llegó a $\overline{q}$ siga creciendo, ni por qué la escala se aprovecha *dentro* y no por contrato.

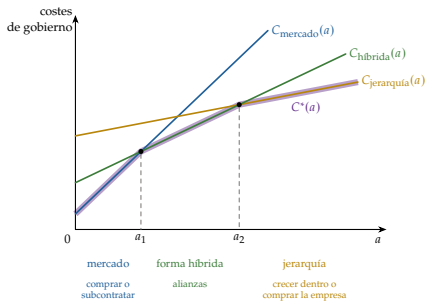
b) Enfoque transaccional: hacer o comprar = *crecer o no*

- Coase (1937): usar el mercado cuesta: **costes de transacción** (buscar, negociar, vigilar y adaptar los contratos).
  - Organizar dentro también cuesta, y más al crecer. Frontera en el margen (*hacer o comprar*):

$$\mathrm{CMg}^{\mathrm{org}}(m^*) = \mathrm{CMg}^{\mathrm{tr}}(m^*)$$

- Williamson (1979): racionalidad limitada + oportunismo.
  - **Especificidad de los activos** a: valor que pierde el activo fuera de la relación ⇒ *hold-up* (cuasirrenta) y monopolio bilateral [3.A.17].
  - Williamson (1991): 3 estructuras (mercado, híbridas, jerarquía); la eficiente, la más barata:

$$C^*(a) = \min\{C_{\text{merc.}}(a),\ C_{\text{híbr.}}(a),\ C_{\text{jer.}}(a)\}$$



Cada estructura de gobierno es un modo de crecer: hilo del tema

- *Implicaciones*: los modos de crecer.
  - $a < a_1$: mercado (subcontratar, no crecer);
  - $a_1 < a < a_2$: híbridas (*alianzas*);
  - $a > a_2$: jerarquía (crecer dentro o *comprar*); integrar no es indicio de monopolio.
- *Contratos incompletos* (Grossman-Hart, 1986; Hart-Moore, 1990):
  - la propiedad da los **derechos residuales de control**;
  - integrar da incentivos al comprador y se los quita al vendido ⇒ se compran los activos clave, no toda la cadena.
- *Valoración*: explica qué se integra, las alianzas y las fusiones verticales eficientes; pero, como el tecnológico, da una frontera: no por qué se sigue creciendo.

I.2. Sin tamaño óptimo

a) Penrose (1959): los recursos

- Empresa = conjunto de recursos; siempre hay *recursos ociosos* (indivisibilidad, uso múltiple, aprendizaje) que empujan a crecer y se regeneran.
- **Efecto Penrose**: la dirección limita la *velocidad*, no el tamaño ⇒ tasa máxima de crecimiento, hacia lo próximo (diversificación relacionada).
- Extensión: recursos y capacidades (Wernerfelt, 1984).

b) Gibrat (1931): el azar

- **Ley del efecto proporcional**: la tasa de crecimiento es independiente del tamaño y de la historia:

$$S_{i,t} = (1+\varepsilon_{i,t})S_{i,t-1} \Rightarrow \ln S_{i,t} \approx \ln S_{i,0} + \textstyle\sum_{\tau=1}^{t} \varepsilon_{i,\tau}$$

- *Implicaciones*: $\ln S$ paseo aleatorio ⇒ TCL:
  - tamaño **lognormal** (asimétrico a la dcha.);
  - $\mathrm{Var}(\ln S) \uparrow$ con t: dispersión, sin óptimo; concentración por azar.
- *Extensiones*: cola en **ley de potencias**, Zipf $\alpha \approx 1$ (Axtell, 2001); Gibrat + tamaño mínimo la genera (Gabaix, 1999).
- *Evidencia*: vale en grandes; en pequeñas y jóvenes el crecimiento ↓ con tamaño y edad (Evans, Hall, 1987; Sutton, 1997).
- *Valoración*: referencia nula; Geroski (1999): casi paseo aleatorio; crecer para *estabilizar* el beneficio: las grandes, beneficios más estables (Alexander, 1949).

© 2026 Víctor Gutiérrez Marcos · Exclusivo de victorgutierrezmarcos.es y la app Oposición TCEE · DCE · uso personal

c) Marris (1964): los directivos

- Separación propiedad-control (Berle-Means, 1932).
- El directivo maximiza el *crecimiento equilibrado* (demanda = capital) s. a. una **restricción de seguridad**:
  - que la *ratio de valoración* (valor de mercado / contable) no caiga tanto como para ser absorbida;
  - ratio $\approx q$ de Tobin [3.A.34].
- *Implicación*: crece más de lo que conviene al accionista.
- *Agencia*: Jensen-Meckling (1976) [3.A.13].
  - Jensen (1986): el **flujo de caja libre** (lo que sobra tras los VAN > 0) se gasta en crecer y comprar; la deuda disciplina (LBO).
  - **Mercado de control empresarial** (Manne, 1965): las F&A, síntoma y remedio.

II. Estrategias de crecimiento *10′30″*

Crecer dentro es lento y seguro; comprar es rápido, pero el valor se lo suele llevar el vendedor; aliarse es la vía intermedia cuando los activos son algo específicos. Importa si las sinergias superan la prima.

- Estrategia = *dirección* + *vía*.
- Dirección: **matriz de Ansoff** (1957); riesgo ↑ hacia la diversificación:
  - *penetración*: productos y mercados actuales;
  - *desarrollo de mercados*: productos actuales en mercados nuevos (internacionalización [3.B.18]);
  - *desarrollo de productos*: nuevos, en mercados actuales;
  - *diversificación*: relacionada o conglomerado.
- Vía: la que dicta *a* (gráfico de gobierno).

II.1. Crecimiento interno u orgánico

a) Idea

- Proyectos propios: capacidad nueva; crece si hay VAN > 0: ROE $> r_E$ [3.B.2].

b) Modelo: el crecimiento sostenible (Higgins, 1977)

- Tasa máxima sin cambiar la política financiera. *Supuestos*: sin acciones nuevas; b, deuda/FP, rotación y margen constantes.
- *Desarrollo*: FP crecen a $b \cdot$ ROE $\Rightarrow$ deuda, activo y ventas igual; ROE de DuPont [3.B.1]:

$$g^* = b \cdot \text{ROE} = b \cdot \underbrace{\frac{\text{benef.}}{\text{ventas}}}_{\text{margen}} \cdot \underbrace{\frac{\text{ventas}}{\text{activo}}}_{\text{rotación}} \cdot \underbrace{\frac{\text{activo}}{\text{FP}}}_{\text{apalanc.}}$$

  - Ej.: $0{,}10 \cdot 2{,}4 \cdot 5/3 = 0{,}40$; $b = 0{,}5 \Rightarrow g^* = 20$ %.
  - Con FP de final de periodo: $g^* = b\,\text{ROE}/(1 - b\,\text{ROE})$.
- *Implicaciones*: misma g que Gordon-Shapiro.
  - Crecer $> g^*$: emitir, endeudarse, repartir menos o mejorar margen/rotación; si no, iliquidez: «no estires más el brazo que la manga».
  - Crecer $< g^*$: caja ociosa (FCL de Jensen).

c) Valoración

- Menos arriesgado, sin prima de control, más barato; pero *lento* (como Roma).

II.2. Crecimiento externo o inorgánico

- Comprar capacidad existente (empresa, división, activos); transfronterizo = IED (frente a *greenfield*) [3.B.18].
- España: **3.336 operaciones,** ≈**103.000 M€** (TTR, 2025).

a) Fusiones y adquisiciones

▸ *i) Concepto y clases*

- **Fusión** (RDL 5/2023): 2 o más sociedades en una, que recibe en bloque los patrimonios.
  - *Por creación* o *por absorción* (amplía capital).
  - Requisitos: proyecto común, informe de experto, juntas, 1 mes de oposición de acreedores.
- **Adquisición**: compra de acciones o activos hasta el control; ambas conservan personalidad: *grupo* (a menudo *holding*). Cotizada: OPA.
- *Horizontales*, *verticales* o *de conglomerado*.

▸ *ii) Sinergias, prima y valor de la adquisición*

- **Sinergias** $\Delta V = V_{AB} - (V_A + V_B)$; **prima de control** $P_B - V_B$. Gana el comprador si:

$$\underbrace{V_{AB} - (V_A + V_B)}_{\Delta V} - \underbrace{(P_B - V_B)}_{\text{prima}} - \text{costes} > 0$$

  - La prima es la parte de las sinergias que se lleva el vendedor.
  - Se paga hoy; las sinergias llegan después: «no vendas la piel del oso antes de cazarlo».
- **Ecuación de canje** (acciones de A por cada una de B, prima θ):

$$\text{TC} = (1 + \theta)\,\frac{V_{E,B}/n_B}{V_{E,A}/n_A}$$

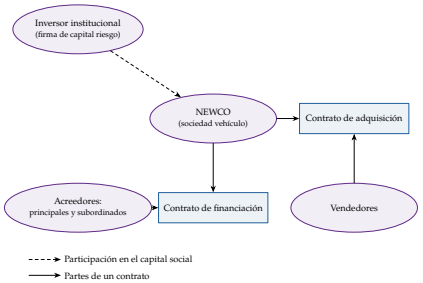
  - Ej.: A 100 M acc. a 20 €, B 50 M a 10 €, $\theta = 30$ %: TC = 0,65; B tiene el 24,5 %.
  - Con acciones el riesgo de las sinergias se reparte; en efectivo lo asume A.
  - Pagar con acciones: señal de que están caras (Myers, 1984).

▸ *iii) Motivos*

- *Crean valor* (origen de ΔV):
  - costes: escala, alcance, integración vertical (doble marginalización [3.A.17]);
  - ingresos: ventas cruzadas, recursos de Penrose;
  - *poder de mercado*: para el accionista, no para la economía;
  - financieros y fiscales; *sustituir a una dirección ineficiente* (Manne).
- *No crean valor*:
  - diversificar (el accionista lo hace solo y más barato) [3.B.23];
  - interés de los directivos (Marris, Jensen); momento de mercado: pagar con acciones sobrevaloradas (Shleifer-Vishny, 2003);
  - **arrogancia** (*hubris*, Roll, 1986): la prima es transferencia; *maldición del ganador* [3.A.14];
  - **adquisiciones asesinas**: en farmacia de EE. UU., **5-7 %** (Cunningham et al., 2021).

▸ *iv) Proceso, LBO, OPA y control*

- *Proceso*: diseño, ejecución (*due diligence*) e integración (donde se ganan o pierden las sinergias).
- **Compra apalancada** (LBO):
  - fondo → NEWCO con FP; deuda sénior y *mezzanine*; fusión con la comprada, que paga la deuda con su caja;
  - deuda **60-90 % del precio** (Kaplan-Strömberg, 2009); MBO si compran los directivos;
  - valor: disciplina del FCL, vigilancia, escudo fiscal; riesgo: insolvencia.



La compra apalancada: NEWCO, financiadores y vendedores

- **OPA**: a todos, igual precio; efectivo, canje o mixta (Ley 6/2023; RD 1066/2007).
  - *Obligatoria* al alcanzar el control (30 % de voto), por la totalidad y a precio equitativo; *voluntaria* antes.
  - Amistosa u hostil; **deber de pasividad** del consejo (salvo *caballero blanco*); EE. UU.: *píldora venenosa*; atacante: *abrazo del oso*.
  - Defensas, 3 grupos: *pagar para que no compren* (dividendos, *greenmail*); *encarecer el control* (píldora, repelentes); *dañarse o contraatacar* (joyas de la corona, comecocos).
  - BBVA-Sabadell: hostil, voluntaria, canje: 25,33 %: la prima no bastó.

© 2026 Víctor Gutiérrez Marcos · Exclusivo de victorgutierrezmarcos.es y la app Oposición TCEE · DCE · uso personal

- *Control de concentraciones*:
  - CNMC: cuota ≥ 30 % o > 240 M en España, con 2 de > 60 M (Ley 15/2007);
  - Comisión: dimensión comunitaria (Reglamento 139/2004);
  - autorizar, con compromisos o prohibir [3.B.39] [4.A.15].

▹ v) Evidencia y valoración

- Estudios de acontecimientos (Andrade et al., 2001):
  - la comprada gana (cobra la prima); la compradora, poco, nada o pierde;
  - el conjunto, **1-2 % del valor** (Pautler, 2001).
- Pérdidas en pocas operaciones muy grandes (Moeller et al., 2005); mejor la compra programática.

b) Desconcentración: crecer al revés

- *Escisión total* (se extingue; acciones a los socios); *parcial* (acciones a los *socios*: *spin-off*); *segregación* (a la *propia sociedad*).
- *Carve-out*; suelen crear valor (Cusatis et al., 1993): descuento de conglomerado.

c) Alianzas estratégicas

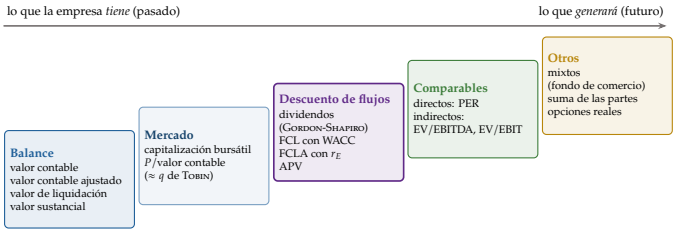
- **Alianza estratégica**: cooperación entre empresas independientes que conservan su personalidad jurídica; *forma híbrida* ($a_1 < a < a_2$).
- *Clases*:
  - *societarias* (*joint ventures*): Nokia Siemens (2007); A220 (Airbus);
  - *contractuales*: licencias, franquicias, I+D, consorcios; **UTE** (sin personalidad; Ley 18/1982) y **AIE** (con personalidad; Ley 12/1991);
  - participaciones cruzadas minoritarias. *No* lo son: grupo, subcontratación.
- *Ventajas*: rápidas, baratas, flexibles, reparten riesgo, sin prima.
- *Inconvenientes*: información a un posible competidor, menos control, *hold-up* ⇒ acaban en compra o ruptura: «juntos, pero no revueltos».
- *Competencia*: puede ser cártel; *joint venture* con plenas funciones = concentración [3.B.39].

III. Análisis financiero del crecimiento *9′30″*

No hay un valor, sino tantos como preguntas: el contable mira al pasado, el de mercado solo es fiable con eficiencia y el intrínseco descuenta lo que se generará. El precio de una operación es otra cosa: sinergias y negociación.

III.1. Métodos de valoración de empresas

- Una *escalera*, de lo que la empresa *tiene* a lo que *generará*.



La escalera de métodos (a partir de Fernández, 2008)

a) Del valor contable al de mercado

- *Balance* (estáticos):
  - **valor contable** (patrimonio neto = activo − pasivo exigible); *ajustado* (a mercado);
  - *de liquidación* (suelo); *sustancial* (reposición de los activos de explotación);
  - dependen de criterios contables y no miran al futuro (marca, clientela).
- **Valor de mercado del capital** = precio × n.º de acciones.
  - Solo si cotiza; fiable con eficiencia semifuerte [3.B.23];
  - paquete *minoritario*, sin *prima de control*;
  - precio/valor contable ≈ q de Tobin = ratio de Marris.

b) Descuento de dividendos: Gordon-Shapiro (1956)

- *Supuestos*: $D_t = D_0(1+g)^t$, $g < r_E$, retención b reinvertida al ROE:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_0(1+g)^t}{(1+r_E)^t} = \frac{D_1}{r_E - g}, \quad g = b \cdot \text{ROE}$$

- *Implicaciones*:
  - $r_E = D_1/P_0 + g$ (coste de los fondos propios) [3.B.2];
  - *PER adelantado* y retención:

$$\frac{P_0}{\text{BPA}_1} = \frac{1-b}{r_E - b \cdot \text{ROE}}; \quad \frac{\partial P_0}{\partial b} \gtrless 0 \iff \text{ROE} \gtrless r_E$$

  - PER ↑ con crecimiento, ↓ con riesgo; si ROE = r_E, irrelevancia (Miller-Modigliani, 1961) [3.B.3].
- *Valoración*: sencillo; solo maduras con dividendos estables; muy sensible a $r_E - g$.

c) Descuento de flujos de caja (DCF)

- El más usado para comprar una empresa entera. **Flujo de caja libre**: caja de los activos *como si no hubiera deuda* [3.B.1]:

$$\text{FCL}_t = \text{EBIT}_t(1 - t_{\text{IS}}) + \text{amort.}_t - \text{CAPEX}_t - \Delta\text{NOF}_t$$

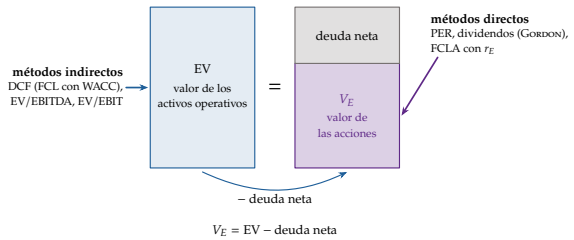
- **Coste medio ponderado del capital**, pesos a *mercado*:

$$\text{WACC} = r_E(1-L) + r_D(1-t_{\text{IS}})L, \quad L = \frac{V_D}{V}$$

  - r_E por CAPM: $r_f + \beta_E \lambda_M$, $\lambda_M \equiv \mathbb{E}[r_M] - r_f$ [3.B.23]; no cotizada: beta de comparable desapalancada y reapalancada.
  - r_D: TIR de la deuda; escudo fiscal en la tasa.
- N años + **valor terminal** (perpetuidad creciente):

$$\text{EV} = \sum_{t=1}^{N} \frac{\text{FCL}_t}{(1+\text{WACC})^t} + \frac{\text{VT}_N}{(1+\text{WACC})^N}, \quad \text{VT}_N = \frac{\text{FCL}_{N+1}}{\text{WACC} - g}$$

- *Puente*: V_E = EV− deuda neta. Se negocia sobre el EV; se paga V_E.



Del valor de la empresa al de las acciones: múltiplos indirectos y directos

- *Extensiones*:
  - **FCLA**, a r_E, da V_E directamente:

$$\text{FCLA}_t = \text{FCL}_t - \text{int.}_t(1 - t_{\text{IS}}) + \Delta\,\text{deuda neta}_t$$

  - **APV** (Myers, 1974): FCL a r_A + VA del ahorro fiscal − insolvencia; si la deuda cambia (LBO);
  - incertidumbre: escenarios, sensibilidad a WACC y g, Monte Carlo.
- *Valoración*: mira al futuro y a la caja; pero el VT suele ser la mayor parte ⇒ $g \leq$ crecimiento nominal; contrastar con múltiplos.

d) Múltiplos (valoración relativa)

- **Múltiplo** = valor de mercado / medida de lo que genera; en comparables (cotizadas u operaciones).
- *Indirectos* (EV): EV/EBITDA, EV/EBIT, EV/ventas; no dependen del endeudamiento:

$$\text{EV} = \left(\frac{\text{EV}}{\text{EBITDA}}\right)_{\text{comp.}} \times \text{EBITDA}, \quad V_E = \text{EV} - \text{deuda neta}$$

- *Directos* (V_E): **PER** = P/BPA, precio/valor contable, rentabilidad por dividendo.
  - Un múltiplo es un DCF resumido: PER alto = crecimiento esperado y poco riesgo.

© 2026 Víctor Gutiérrez Marcos · Exclusivo de victorgutierrezmarcos.es y la app Oposición TCEE · DCE · uso personal

- PER: el más usado; depende del apalancamiento, del ciclo y de la contabilidad; no sirve con pérdidas.
- *Ejemplo* (FP 400, deuda 400 al 5 %, beneficio 50, $b = 0{,}4$, $r_E = 0{,}10$):
  - contable 400; Gordon $30/(0{,}10 - 0{,}05) = 600$; DCF $25/(0{,}075 - 0{,}05) - 400 = 600$;
  - EV/EBITDA $9 \times 125 = 725$; PER $11 \times 50 = 550$: los descuentos coinciden; los múltiplos dan la horquilla.
- *Valoración*: rápidos, con precios reales; suponen que el mercado valora bien.

e) Otros métodos

- *Mixtos*: activos + **fondo de comercio**; UEC capitaliza el *superbeneficio* $B - iV$:

$$V = A + a_{n,k}(B - iV), \quad a_{n,k} = \frac{1 - (1+k)^{-n}}{k}$$

  - Contable: se amortiza; vida útil presunta, 10 años (art. 39.4 CCom).
- *Suma de las partes*: cada negocio con su método; holdings, conglomerados; mide el descuento de conglomerado.
- **Opciones reales** (Myers, 1977): esperar, ampliar, abandonar, por fases.
  - Valen más con más incertidumbre; *VAN ampliado* = VAN + opciones (Trigeorgis, 1996; Dixit-Pindyck, 1994) [3.A.34].
  - Acciones = *call* sobre los activos con K = deuda (Merton, 1974); Black-Scholes o binomial [3.B.25].

f) ¿Qué método?

- Ninguno óptimo:
  - DCF: comprar el control, empresas singulares;
  - múltiplos: contraste rápido;
  - balance, suma de partes: inmobiliarias, holdings, liquidación;
  - opciones reales: biotecnología, recursos naturales.
- *Start-ups*: múltiplos de ventas o usuarios y *método del capital riesgo*, $V_0 = V_N/(1 + r_{CR})^N$, r_{CR} muy alta.
- Valor ≠ precio: «el precio es lo que pagas; el valor, lo que recibes» (Graham).

III.2. Financiación del crecimiento

- Fondos: retenidos, socios o deuda; con mercados perfectos, inversión y financiación separadas (Modigliani-Miller, 1958) [3.B.3].
- Con asimetría y *riesgo moral* (Holmström-Tirole) [3.A.13]:
  - sin fondos propios bastantes no hay crédito aunque el VAN sea > 0;
  - *ingreso comprometible* $\pi(e^A)(R - B^p/\Delta\pi) \geq I_0 - V_E$.
- *Implicaciones*:
  - acumular liquidez; *jerarquía financiera* (Myers-Majluf, 1984): retenidos → deuda → acciones;
  - tecnológicas: capital riesgo; crisis ⇒ inversión y compras ↓; crédito y oleadas de fusiones van juntos.

Conclusión *1′*

- **Recapitulación**:
  - crecen hasta donde dejan tecnología y costes de transacción, o sin destino (recursos, azar, directivos);
  - la vía, según especificidad y sinergias frente a prima;
  - para decidir, valorar: valor = VA de lo que se generará.
- **Relevancia**: productividad, salarios y competencia; en España, empresas de 250+ **0,2 % del total** (Cifras PYME, 2026).
- **Extensiones**: [3.A.15] [3.B.2] [3.B.3] [3.B.23] [3.A.34] [3.B.18] [3.B.39] [4.A.15].
- **Opinión**:
  - la compra crea valor si lleva los activos a quien mejor los gestiona; desconfiar de sinergias pagadas por adelantado y vigilar el poder de mercado;
  - mejor quitar regulaciones por umbral de tamaño (Garicano et al., 2016) que subvencionar fusiones.
- **Idea final**: Roma no se hizo en un día ni se compra de un día para otro; crecer compensa solo si el valor que se recibe supera el precio que se paga (Graham).

Datos clave

- OPA BBVA-Sabadell: **25,33 % del capital** (CNMV, 2025) (mínimo, 50 %).
- Empresas: **3,31 M; 54,4 % sin asalariados** (INE, 2025); **0,2 % con 250+** (Cifras PYME, 2026).
- VAB/ocupado: grandes **1,7× micro** (Eurostat, 2024).
- F&A: mundo **4,6 billones de $ (+49 %)** (LSEG, 2025); España **3.336 operaciones, ≈103.000 M€** (TTR, 2025).

Autores y fechas

1931 Gibrat: efecto proporcional
1937 Coase: costes de transacción
1956 Gordon-Shapiro
1957 Ansoff: productos-mercados
1959 Penrose: recursos ociosos
1964 Marris: teoría gerencial
1977 Higgins: g^*; Myers: opciones reales
1979 Williamson: especificidad
1986 Jensen: FCL; Roll: *hubris*; Grossman-Hart

Preguntas del tribunal

1. **¿Qué exige el valor terminal?** $g <$ WACC y sostenible (≤ crecimiento nominal); suele ser la mayor parte del EV.
2. **¿Pesos del WACC a valor contable?** No: a mercado; deuda tras impuestos porque el FCL no recoge el escudo fiscal.
3. **¿Crea valor retener beneficios?** Solo si ROE $> r_E$; si =, da igual (MM, 1961).
4. **¿Por qué pierden los compradores?** La prima transfiere las sinergias al vendedor (*hubris*, puja); se paga hoy y las sinergias son inciertas.
5. **¿Cuándo aliarse y no comprar?** Especificidad intermedia ($a_1 < a < a_2$).
6. **¿Cómo se valora una *start-up*?** Múltiplos de ventas, capital riesgo y opciones reales.

Ojo en el test

- Gordon: $D_1 = D_0(1 + g)$, no D_0; $g = b \cdot$ ROE.
- WACC: pesos a mercado; FCL sin intereses; en el puente, deuda *neta*.
- Ansoff: desarrollo de *productos* = nuevos en mercados actuales.
- Escisión parcial: acciones a los socios; segregación: a la sociedad.
- Gibrat: lognormal es el *tamaño*, no las tasas.

© 2026 Víctor Gutiérrez Marcos · Exclusivo de victorgutierrezmarcos.es y la app Oposición TCEE · DCE · uso personal