



VALORACIONES DE UNA EMPRESA DE TECNOLOGIA DE TELECOMUNICACIONES EN UN PROCESO DE ARBITRAJE

Luis Cuadrado, propietario de Telecomsin, S.A. (empresa de telecomunicaciones y sistemas de información), vendió el 20 de octubre de 1998 el 5% de las acciones de su empresa a AAA, S.A. por 36.000 euros. Luis Cuadrado también vendió a AAA el 20 de octubre de 1998 una opción de compra sobre el 44% del capital social de Telecomsin. AAA pagó 18.000 euros por dicha opción.

Ambas ventas se enmarcaban dentro de un acuerdo industrial en que AAA y Telecomsin se comprometían a «realizar sus mejores esfuerzos al objeto de lograr el máximo desarrollo industrial y comercial de productos complementarios de sus sistemas, mediante una total cooperación en la utilización de los medios técnicos y humanos necesarios». El acuerdo desarrollaba varios pactos y terminaba con que «el incumplimiento de los pactos descritos por cualquier socio supondrá la obligación de pagar una indemnización de 2,4 millones de euros a los restantes accionistas».

AAA podía ejercitar la opción en cualquier momento entre diez días hábiles a partir de la firma del presente acuerdo y el 31 de diciembre del año 2000. En caso de ejercitarse la opción, las acciones serían transmitidas mediante compraventa, por un precio total e invariable equivalente a 535.000 euros, comprometiéndose los accionistas a no distribuir dividendos antes de dicha fecha.

Las partes del contrato acordaron ante notario que «todo litigio, discrepancia, cuestión o reclamación resultantes de la ejecución o interpretación del presente contrato se resolverá, definitivamente, mediante arbitraje en el marco de la corte de arbitraje de (una ciudad española)». Y también que «en caso de ejercicio en plazo de la opción por parte de AAA, y si Luis Cuadrado incumpliese su obligación de vender las citadas acciones, deberá

Caso preparado por el Profesor Pablo Fernández, como base de discusión y no como ilustración de la gestión, adecuada o inadecuada, de una situación determinada. Abril de 2003.
Copyright © 2003, IESE.

Para pedir otras copias de este documento, o un documento original para reproducirlo, llame al 34 932 536 558, envíe un fax al 34 932 534 497, escriba a IESE PUBLISHING, Avda. Pearson 21, 08034 Barcelona, España, o consulte <http://www.iesep.com>

No está permitida la reproducción total o parcial de este documento, ni su tratamiento informático, ni la transmisión de ninguna forma o por cualquier medio, ya sea electrónico, mecánico, por fotocopia, por registro o por otros medios.

éste devolver la cantidad pagada en concepto de precio de la opción (18.000 euros), sin perjuicio de las reclamaciones de daños complementarios que pudieran producirse».

En septiembre de 2000, AAA quiso ejercer su opción de compra, a lo que Luis Cuadrado se negó, alegando que AAA no había cumplido con el pacto industrial que incluía la opción y que, además, se había disuelto¹. En octubre de 2000, AAA sometió la cuestión a la corte de arbitraje. Los Apartados 1 y 2 contienen resúmenes de las valoraciones aportadas por AAA y Luis Cuadrado para el arbitraje. El Apartado 3 muestra el resultado del arbitraje.

La **Tabla 1** muestra los balances y cuentas de resultados de Telecomsin.

Tabla 1. Cuenta de resultados y balances históricos de Telecomsin
(En miles de euros)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Ventas	336	768	1.009	1.848	2.746	6.815
Consumos de explotación	92	149	168	331	429	3.399
Personal	71	309	504	1.013	1.621	2.474
Amortización	7	15	73	45	24	62
Otros gastos de explotación	151	294	259	312	465	760
Gastos financieros netos	0	1	3	11	10	34
Impuestos	1	1	5	42	84	47
Beneficio neto	15	8	11	98	156	87
Dividendos	0	0	0	0	0	0
Activo	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Tesorería	33	13	53	426	421	82
Cuentas a cobrar	119	201	211	635	779	3.372
Existencias	0	73	20	42	150	141
Inmovilizado neto	59	53	50	158	235	804
Total activo	212	340	334	1.261	1.586	4.400
Pasivo	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Deuda financiera a corto	0	0	2	2	0	1.124
Acreedores comerciales	100	233	102	212	204	1.619
Deudas no comerciales	47	36	146	340	558	798
Deuda bancaria a largo	0	0	0	405	367	314
Fondos propios	64	72	83	301	457	545
Total pasivo	212	340	334	1.261	1.586	4.400
Empleados, 31 de diciembre	11	15	21	41	51	101

¹ La junta general del día 29 de junio de 1999 decidió la escisión total de AAA, S.A., «que se disuelve sin liquidación, mediante la transmisión de todo su patrimonio en favor de tres sociedades beneficiarias, una preexistente, SIIP Consulting, S.L., y dos de nueva creación, cuyas denominaciones serán las de SAAP, S.L., y AAA, S.A.».

1. Valoración de Telecomsin aportada por AAA

La legitimidad del método de transacciones comparables se basa en que este método y el parámetro ingresos se utilizan, *de forma generalizada y predominante*, por los analistas financieros de bancos de negocios, consultoras y sociedades de bolsa para la valoración de sociedades del tipo de Telecomsin.

En septiembre del pasado año tuvo lugar la adquisición por parte de un grupo de inversores compuesto por Dresdner Kleinworth Benson, MCH y Sibec de un 20% de la sociedad IP Sistemas por un importe de 3,6 millones de euros, lo que implica valorar el 100% de la sociedad en 18 millones de euros.

IP Sistemas tiene un gran número de puntos en común con Telecomsin, por lo que se trata de una referencia adecuada de cara a establecer el valor de ésta. Sin embargo, hay dos diferencias que debemos reseñar a favor de Telecomsin: larga experiencia en el mercado (lo que implica un fondo de comercio más consolidado y un mayor reconocimiento por parte de los clientes), y plantilla sensiblemente más alta. Véase una comparación de las dos sociedades:

	IP SISTEMAS	Telecosin
Facturación 1999	0,9 millones de euros *	2,75 millones de euros
Facturación 2000	10,4 millones de euros**	6,81 millones de euros
Plantilla	63 personas	110 personas
Creación	1999	1994

Actividades comunes. Proveedor de soluciones integrales: diseño y despliegue de redes a través de equipos a medida, soporte técnico, ejecución de proyectos, diseño de arquitecturas, auditorías de seguridad, desarrollo de redes IP y ATM.

Actividades específicas. Consultoría estratégica en telecomunicación: comercialización y desarrollo de software. I+D en telecomunicaciones. Productos y servicios estandarizados. Distribuidor OEM de las principales compañías de tecnologías de la comunicación.

Existe además una diferencia en cuanto a la calidad del valor añadido aportado por las actividades específicas de Telecomsin: éstas incluyen el asesoramiento en telecomunicaciones a clientes de primer nivel como son las operadoras y el desarrollo y venta de software, que es fruto del I+D de la propia compañía o del desarrollo del mismo para algún cliente concreto. Esto permite la venta en serie de sistemas estandarizados, que normalmente se amortizan en la venta al primer cliente, por lo que el margen en la segunda y posteriores ventas es del 100%; son por tanto actividades que incluyen un enorme valor añadido, que pasa a formar parte del fondo de comercio de la propia sociedad.

Por último, Telecomsin trabaja con las principales compañías de tecnologías de la comunicación, como Clarent Corporation o Lucent Technologies, lo que demuestra su excelente posición competitiva dentro de su sector y la aceptación de su tecnología por los clientes más sofisticados.

La facturación de IP Sistemas en el ejercicio 1999 fue de 0,9 millones de euros, cifra que corresponde a los dos últimos meses del ejercicio, ya que la sociedad inició su actividad