



UNIVERSITAT
POLITÈCNICA
DE VALÈNCIA

**EL CONCURSO DE ACREEDORES Y LA VALORACIÓN DE
LOS ACTIVOS FINANCIEROS.
APLICACIÓN AL CASO DE UNA EMPRESA.**



TRABAJO FINAL DE MASTER

SEPTIEMBRE 2017

LAIA RUBIO DONAT

**MASTER EN DIRECCIÓN
FINANCIERA Y FISCAL**

TUTORA:

D^a María Natividad Guadalajara Olmeda

INDICE

1. Introducción	3
1.1. Breve introducción del TFM.	3
1.2. Justificación del tema.	4
1.3. Normativa a aplicar	5
2. Objetivos y finalidades de la valoración de activos.	5
3. El concurso de acreedores.	8
3.1. Fases del concurso	9
3.1.1. Sección 1ª – Declaración del concurso, medidas cautelares, resolución fase común, conclusión y en su caso reapertura del concurso.	9
3.1.2. Sección 2ª – Nombramiento Administrador Concursal.	12
3.1.3. Sección 3ª – Determinación de la Masa Activa.....	16
3.1.4. Sección 4ª – Determinación de la Masa Pasiva	17
3.1.5. Sección 5ª – Fase de Convenio o Fase de Liquidación.	19
3.1.6. Sección 6ª – Calificación y resolución del concurso.....	20
3.2. Fase de liquidación. Sección donde se enmarca la valoración de activos en el Concurso de Acreedores.	25
4. Procedimiento de Valoración	28
4.1. Principales activos y pasivos objeto de valoración en el concurso.	28
4.1.1. Masa Activa	28
4.1.2. Masa Pasiva	29
4.2. Valor de mercado y valor razonable.	30
5. Valoración de activos de la Concursada A.	34
5.1. Valoración de las acciones	34
5.1.1. Introducción	34
5.1.2. Metodología de valoración de acciones.....	35
5.1.3. Resultados	42
5.2. Valoración de los bonos	59
5.2.1. Introducción	59
5.2.2. Metodología de valoración de bonos.	63
5.2.3. Resultados	64
6. Conclusiones	69
7. Bibliografía	70

INDICE DE FIGURAS

Figura 1. Información necesaria para el cálculo del valor de las acciones.....	37
Figura 2. Evolución de las cotizaciones de la mercantil ENAGAS.....	43
Figura 3. Cálculo de la beta anual	53
Figura 4. Ciclo de vida del producto.....	55
Figura 5. Riesgos de la renta fija.	61
Figura 6. Cotizaciones EROSKI.....	65

INDICE DE TABLAS

<i>Tabla 1. Resumen Concurso de Acreedores.....</i>	<i>8</i>
<i>Tabla 2: Información económico-financiera de ALFABEN del año 2016.</i>	<i>44</i>
<i>Tabla 3: Información empresas sector inmobiliario.....</i>	<i>48</i>
<i>Tabla 4: Rentabilidades para el cálculo de la beta.....</i>	<i>52</i>
<i>Tabla 6. Clasificaciones de los bonos.</i>	<i>60</i>
<i>Tabla 7. Información obligaciones EROSKI.....</i>	<i>64</i>
<i>Tabla 8. Intereses</i>	<i>65</i>
<i>Tabla 9. Información bonos ALFABEN</i>	<i>67</i>
<i>Tabla 10. Valores inversiones en activos financieros</i>	<i>69</i>

1. Introducción

1.1. Breve introducción del TFM.

En el presente Trabajo Fin de Master (TFM) se pretende abordar uno de los temas más comunes en el Concurso de Acreedores: la valoración de los activos de las concursadas en general y de los activos financieros de dichas mercantiles en particular.

La modificación de la Ley Concursal de mayo 2015, que fue publicada en el BOE nº 125 de fecha 26 de mayo de 2015, exige que, en el momento actual, estas valoraciones sean realizadas por un experto independiente a la Administración Concursal, mientras que hasta esta fecha simplemente era necesaria la valoración por parte de la Administración Concursal tal y como se valoraban el resto de activos.

Para este TFM se estudiará la normativa señalada y se describirá el procedimiento de valoración de los activos financieros, especialmente las acciones y las obligaciones por ser los más frecuentes. Para ello se tendrá en cuenta la información recogida en las páginas Web oficiales de Bolsas y Mercados españoles, del Banco de España y de la Dirección General del Tesoro.

Finalmente, dicho procedimiento se aplicará a la valoración de los activos financieros de una empresa concreta en liquidación, la concursada A, en el mes de agosto de 2016. Se trata de una empresa perteneciente al sector inmobiliario, fundada en el año 2005. La Concursada A, tenía 10 años de experiencia en el sector en el momento de la declaración del Concurso de Acreedores, si bien, la crisis económica que sufrió España durante algunos de los años en los que la mercantil ejercía su actividad, fueron mermando la capacidad de generar beneficios, por lo que, tras unos años de esplendor, esta mercantil se vio en la obligación de solicitar el concurso de acreedores. El Auto de declaración del concurso se produjo en agosto de 2016 y tras intentar seguir vendiendo las promociones e inmuebles que poseía, actualmente no puede hacer frente a los gastos derivados de su propia actividad, por lo que, tal y como se verá más adelante, se ha declarado la apertura de la Fase de Liquidación de la mercantil. Es por ello, que, como expertos independientes,

se debe realizar un informe del valor de los activos financieros que posee la concursada para su correcta enajenación.

El título seleccionado para el presente TFM ha sido *“El concurso de acreedores y la valoración de los activos financieros. Aplicación al caso de una empresa”*, pues refleja fehacientemente el contenido del mismo.

El objetivo del presente TFM es describir el proceso que se enmarca en la Ley Concursal, y mostrar el cambio más importante de la reforma de mayo del año 2015, a efectos de este TFM, el relacionado con la Valoración de los Activos Financieros de las concursadas, así como analizar y establecer el valor de mercado de los Activos Financieros de la Concursada A a través de los distintos métodos y modelos estudiados a lo largo del master.

1.2. Justificación del tema.

La razón principal de la elección de este tema radica en la voluntad de acercar el Concurso de Acreedores, así como la valoración de los activos de estas empresas a la sociedad, pues, aunque todos sabemos que existe, muy pocos conocen el verdadero significado, alcance y estructura del mismo. El hecho de estar, actualmente, trabajando en un despacho, donde una de las áreas de actividad es la Concursal, también ha influido en gran medida a la hora de elegir un tema para mi Trabajo de Final de Master.

Para poder elaborar correctamente este TFM, se van a utilizar diversos conocimientos alcanzados durante la impartición del Master en Dirección Financiera y Fiscal. La materia que más me ha aportado ha sido la de Valoración de Activos Financieros pues en esto se basa el conjunto del TFM, ya que se van a aplicar los métodos estudiados en esta asignatura, pero, no menos importante han sido las asignaturas de Banca y Operaciones Financieras y Mercado y Valoración de Empresas, pues estas dos asignaturas me han proporcionado una gran perspectiva de lo que es el mercado financiero español, así como las técnicas necesarias para saber encontrar la información necesaria para la valoración de los activos que más adelante se detallarán.

1.3. Normativa a aplicar

Tal y como se ha comentado en el apartado anterior, una de las leyes que se van a aplicar durante todo el TFM, será la Ley Concursal publicada en el BOE nº 164 de 10 de julio de 2003, actualizada en mayo del 2015 mediante la publicación del BOE nº 125 de 26 de mayo de 2015.

Si bien, esta no será la única normativa que encontraremos a lo largo del cuerpo del trabajo, puesto que también encontraremos referencias al REAL DECRETO 1860/2004, de 6 de septiembre, por el que se establece el arancel de derechos de los administradores concursales, al plan General de Contabilidad, a las Normas Internacionales de Contabilidad, a las Normas Internacionales de Información Financiera, y las Normas Internacionales de Valoración.

2. **Objetivos y finalidades de la valoración de activos.**

Tal y como describe Nieto (2011) , *“Valorar un activo consiste en determinar el precio al que compradores y vendedores se pondrían de acuerdo dadas las expectativas sobre los pagos futuros que produce el activo y el riesgo asociado a tales pagos.”*

Los principales objetivos, propósitos o finalidades de la valoración de activos vienen determinados por la necesidad de conocer su valor para poder tomar una correcta decisión.

Además, hay que tener en cuenta que las finalidades o los fines para los que se puede realizar una valoración pueden ser muy diversos dependiendo de la naturaleza del activo.

En general, y de acuerdo con Caballer (2008), se pueden distinguir dos grandes grupos de finalidades:

1. **Finalidad pública** cuando la valoración interesa directamente a las administraciones públicas.
 - a. En el ámbito fiscal, para establecer el IVA en las compraventas, cuyo tipo impositivo puede variar según la naturaleza del bien. A este efecto, a los

intangibles se les considera como servicios por su carácter de intangible, a diferencia de los bienes en donde lo que se transmite es corporal, físico. La finalidad pública, se basa en la generación de riqueza para las arcas públicas, es decir, tendrá una finalidad pública todo aquello que proporcione un beneficio a la Administración Pública.

b. Asignación y gestión de activos en el sector público

2. Finalidad privada cuando la valoración es de interés para un particular o un ente de carácter privado.

- El análisis de una inversión, para saber si sería beneficioso o no llevar a cabo dicha operación
- La gestión y planificación estratégica
- Contratación de un seguro
- La elaboración de un presupuesto de capital para tener en cuenta el importe, en activos, del que se dispone,
- Operaciones de fusión y adquisición, para saber el estado en que se encuentran los activos de las mercantiles que se van a unir,
- Acuerdos bancarios para la presentación de avales o garantías
- Transmisión de la propiedad de forma aislada,
- Presentación de informes contables y financieros
- Cálculo de la insolvencia y administración de la empresa
- Gestión del conocimiento
- Revisión de la cartera
- El Concurso de Acreedores, pues es necesario valorar todos los activos que la empresa concursada posea, para poder fijar un precio de venta en el supuesto de la liquidación para hacer frente a las deudas que la deudora tiene con sus acreedores.

Además, en algunos activos concretos se pueden dar otras finalidades. Por ejemplo, en los activos financieros se podrían especificar, además: la necesidad de comprar o vender participaciones en el capital de una empresa, por ello surgiría la necesidad de la

valoración; la necesidad de realizar una ampliación de capital o simplemente una situación de sucesión generacional en la que no todos los herederos quieren formar parte de la empresa. Para poder repartir la empresa equitativamente sería necesaria la valoración de los activos que posea la mercantil.

Finalmente, los **activos inmobiliarios**, se pueden dar otras finalidades específicas como son (Guadalajara, 2015):

- Finalidad pública: Expropiación, venta forzosa y ordenación territorial y urbanística
- Finalidad privada: (Orden ECO/805/2003, de 27 de marzo):
 - Determinación del patrimonio de las instituciones de inversión colectiva inmobiliarios (Fondos y Sociedades de Inversión Inmobiliaria)
 - Determinación del patrimonio inmobiliario de los Fondos de Pensiones
 - Cobertura de las provisiones técnicas de las entidades aseguradoras.

Con relación a esta clasificación, tal y como se ha comentado anteriormente el Concurso de Acreedores se encuentra en el grupo de Finalidad privada, pues se trata de una gestión privada de los recursos de una empresa privada. Tanto la Administración Concursal como la empresa concursada son entidades privadas, y la relación que puedan tener con las Administraciones Públicas no es otra que la de gestión de las actuaciones necesarias para correcta consecución del concurso y, no la de reportar beneficios a estas Administraciones.

Los **activos financieros**, tal y como se establece en el Plan General de Contabilidad (PGC), en la norma 9ª, se pueden categorizar según las características que presenten y el objetivo que se persiga en el momento de su adquisición. Las categorías que indica el PGC son las que se enumeran a continuación:

- A. Préstamos y partidas a cobrar.
- B. Inversiones mantenidas hasta el vencimiento.
- C. Activos financieros mantenidos para negociar.

- D. Otros activos financieros a valor razonable con cambios en la cuenta de pérdidas y ganancias.
- E. Inversiones en el patrimonio de empresas del grupo, multigrupo y asociadas.
- F. Activos financieros disponibles para la venta.

3. El concurso de acreedores.

En el presente apartado se va a realizar una breve descripción del proceso del concurso de acreedores. En la tabla 1 se muestra un resumen de los artículos de la Ley Concursal que afectan a cada una de las diferentes secciones, y que se analizarán a continuación.

Tabla 1. Resumen Concurso de Acreedores

SECCIÓN 1ª <u>Declaración</u>	SECCIÓN 2ª <u>Nombramiento</u> <u>AC</u>	SECCIÓN 3ª <u>Masa Activa</u>	SECCIÓN 4ª <u>Masa Pasiva</u>	SECCIÓN 5ª <u>Convenio-</u> <u>Liquidación</u>	SECCIÓN 6ª <u>Calificación y</u> <u>Conclusión</u>
Artículo 48. -Se mantienen los órganos de la persona jurídica	Artículo 34. -La AC tiene derecho a retribución con cargo a la masa. -La retribución se determina mediante arancel	Artículos del 76 al 83. -Determinación de la Masa Activa	Artículos del 84 al 97. -Determinación de la Masa Pasiva	Artículos del 97 al 141. -Fase de Convenio	Artículos del 163 al 175. -Fase de calificación y resolución del concurso
Artículo 48 quáter. -Sólo la AC puede ejercer acciones de responsabilidad contra admins...				Artículos del 142 al 162. -Fase de liquidación	
Artículo 48 bis. -Sólo la AC puede ejercer acciones contra los socios por deudas anteriores					

El concurso de acreedores se refiere al procedimiento legal mediante el cual una persona física o jurídica se encuentra en una situación de insolvencia en la que no puede hacer frente al pago del total de la deuda, a través de sus activos.

La última reforma de la Ley Concursal se publicó en mayo de 2015, dando paso así a numerosas soluciones que las anteriores versiones de esta Ley no recogían.

El Concurso de Acreedores se encuentra dividido en 6 secciones; a continuación, se van a analizar brevemente cada una de ellas.

3.1. Fases del concurso

3.1.1. **Sección 1ª** – Declaración del concurso, medidas cautelares, resolución fase común, conclusión y en su caso reapertura del concurso.

Es en esta sección donde se declara el concurso de acreedores, es decir, donde empieza el procedimiento de concurso de acreedores como tal.

Para llegar al punto de la declaración, anteriormente se ha tenido que solicitar la misma. Esta solicitud puede ser cursada por el propio deudor en situación de insolvencia o por un tercero, normalmente un acreedor. Si la solicitud es hecha por el propio deudor recibirá el nombre de *concurso voluntario* mientras que si es solicitado por un acreedor recibirá el nombre de *concurso necesario*.

Tras la solicitud, y en un plazo que dependerá del juzgado mercantil que por turno corresponda, el juez encargado dictará el *Auto de declaración de concurso*.

Dicho Auto recogerá las primeras decisiones en relación al procedimiento, siendo entre otras, las que se enuncian a continuación:

- Nombramiento de la Administración Concursal
- Clase de procedimiento: *ordinario*, si el deudor cuenta con más de 50 acreedores, un pasivo que supere los cinco millones de euros y una valoración

de sus activos igual o superior a los cinco millones de euros; o por el contrario, si no cumple alguno de los requisitos anteriormente descritos, el procedimiento será *abreviado*.

- Adopción de medidas cautelares, si procede.

En el citado Auto, no solo se establecen decisiones, sino que también se describen los efectos que dicho procedimiento tendrá sobre el deudor, entre los que se encuentran:

- Facultades del órgano de administración de la concursada: si el concurso es voluntario, por lo general, el deudor conserva las facultades de administración y disposición sobre su patrimonio, quedando estas sometidas a la intervención de la Administración Concursal, esto significa que para cualquier toma de decisión la Administración Concursal debe ser conocedora y aprobarlo. Por otro lado, si el concurso ha sido declarado como necesario, por lo general, las facultades de administración y disposición sobre el patrimonio del deudor quedan suspendidas, y por tanto será la Administración Concursal la encargada de realizar todas las gestiones relativas al patrimonio de la concursada.
- Deber de colaboración del deudor: el deudor tiene el deber de colaborar con los órganos del concurso, que por lo general son, el Juez encargado del proceso y la Administración Concursal designada. El deber de colaboración implica que el deudor debe informar de todo lo que precisen los órganos anteriormente comentados, auxiliarles en la conservación y administración de la masa activa y poner a disposición de la Administración Concursal todos los documentos relativos a la actividad que ha desempeñado la mercantil hasta el momento de la declaración del Concurso.
- Continuidad de la actividad: salvo que el Juez dictamine otra cosa, se presupone el principio general de continuidad de la actividad del deudor.
- Formulación y supervisión de las cuentas anuales del concursado: tal y como se ha indicado en el punto anterior, la actividad del deudor continua, por lo que también continua la obligación de presentar cuentas anuales y, si es necesario, someterlas a auditoría. Esta labor es obligación de los

administradores de la sociedad concursada, si bien, el Administrador Concursal deberá supervisar que se realiza en tiempo y forma.

- Efectos sobre el deudor cuando sea una persona jurídica:
 - o Efectos sobre sus órganos de administración: tal y como indica el artículo 48.1 de la Ley Concursal,

“Artículo 48 Efectos de la declaración de concurso sobre los órganos de las personas jurídicas deudoras.

1. Durante la tramitación del concurso, se mantendrán los órganos de la persona jurídica deudora, sin perjuicio de los efectos que sobre el funcionamiento produzca la intervención o la suspensión de sus facultades de administración y disposición.”

- o Responsabilidad: remitiéndonos a la Ley Concursal en su artículo 48 quáter:

“Artículo 48 quáter Efectos de la declaración de concurso sobre las acciones contra los administradores de la sociedad deudora

Declarado el concurso, corresponderá exclusivamente a la Administración Concursal el ejercicio de las acciones de responsabilidad de la persona jurídica concursada contra sus administradores, auditores o liquidadores.”

- o Embargo preventivo de bienes y/o derechos: en caso de que se prevea una sentencia condenatoria a los administradores de la sociedad concursada, la Administración Concursal, deberá solicitar la adopción de medidas cautelares para asegurar el cumplimiento de dicha sentencia.
- o Acción subsidiaria de responsabilidad contra los socios: este supuesto se explica en el artículo 48 bis 1 de la Ley Concursal, que indica lo siguiente:

“Artículo 48 bis Efectos de la declaración de concurso sobre las acciones contra los socios

1. Durante la tramitación del concurso de la sociedad, corresponderá exclusivamente a la Administración Concursal el ejercicio de la acción contra el socio o socios personalmente responsables por las deudas de esta anteriores a la declaración de concurso.”

3.1.2. **Sección 2ª** – Nombramiento Administrador Concursal.

Esta sección se abre en el mismo momento en que se declara el concurso de acreedores, pues es en el mismo Auto de declaración donde se designa a la Administración Concursal que deberá aceptar el cargo en los siguientes 5 días hábiles.

La determinación de las facultades de la Administración Concursal se especificará también en el citado Auto de declaración.

Para poder ser designado como Administración Concursal, la Ley establece una serie de condiciones subjetivas. Las principales condiciones son:

- Pueden ser Administradores Concursales tanto personas físicas como jurídicas, pero es necesario que estén inscritas en la sección cuarta del Registro Público Concursal y que hayan comunicado su intención de ejercer dicha labor en el ámbito de competencia territorial del juzgado del concurso.
- Podrán ser Administradores Concursales los profesionales tales como abogados, economistas o auditores de cuentas, siempre y cuando cumplan con la experiencia y conocimientos suficientes para el desempeño de su actividad conforme se exige en la Ley.

La designación de la Administración Concursal sigue un orden determinado. Este orden es correlativo, en el momento se declara un concurso nuevo, se va a la lista de la sección cuarta del Registro Público Concursal y se selecciona a la persona física o jurídica que corresponda por turno, siempre y cuando cumplan con los requisitos necesarios para el correcto desempeño de la actividad teniendo en cuenta las características particulares

del concurso, esto significa que si se trata de un concurso de tamaño medio o grande, se podrán exigir requisitos más específicos para poder ser nombrado Administración Concursal.

Tras la designación y la aceptación del cargo de Administración Concursal, esta, deberá iniciar sus funciones, que se encuentran detalladas en el artículo 33 de la Ley Concursal. Dichas funciones se enmarcan en diferentes ámbitos:

- Ámbito procesal.
- Propias del deudor o de sus órganos de administración.
- Ámbito laboral.
- Relacionadas con los derechos de los acreedores.
- Informe y evaluación.
- Realización de valor y liquidación.
- Funciones de secretaría.
- Resto de funciones necesarias para la correcta consecución del concurso.

De todas estas funciones, se podría decir que una de las más importantes es la relativa a la emisión del informe de la Administración Concursal, pues es en este informe donde se recoge el análisis de los datos y circunstancias que ha llevado al deudor a la situación de insolvencia. En este informe la Administración Concursal, analiza la contabilidad de los últimos 3 ejercicios de la concursada para así poder ofrecer a los acreedores y resto de personados en el Concurso, una visión de las principales razones de la situación de la mercantil. Pero, no solo se analiza la parte numérica de la concursada, sino que se investiga a fondo sobre la historia económica que ha motivado la situación en la que se encuentra la sociedad. Por último, en dicho informe, tal y como se especifica en el artículo 75 de la Ley Concursal, la Administración Concursal explica las principales decisiones y actuaciones que ha adoptado hasta el momento de la presentación del informe.

Por otro lado, el informe se completará con una serie de documentos adjuntos, que exige la Ley en su artículo 75 y son los que se detallan a continuación:

- Inventario de la masa activa, esto es, una relación de todos los bienes y derechos de los que dispone la concursada.
- Lista de acreedores, que corresponde a un listado de todos los afectados por el impago de la deudora.
- Si la concursada, en su solicitud de concurso de acreedores, presentó una propuesta de convenio, en el presente informe, la Administración Concursal, deberá adjuntar un escrito de evaluación del mismo.
- Si se solicitó, no solo la declaración sino también la apertura de la fase de liquidación, en el momento de la solicitud de declaración del concurso, también deberá aportarse un Plan de Liquidación elaborado por la Administración Concursal.

Finalmente, el informe de la Administración Concursal, deberá contener un apartado en el que la Administración Concursal analice la situación patrimonial, en general, de la deudora.

Una vez se ha emitido el informe descrito anteriormente, las partes personadas en el procedimiento pueden impugnar el Inventario de la Masa Activa y el Listado de Acreedores, dentro del plazo de 10 días a contar desde la notificación de dicho informe. Estas impugnaciones, tal y como indica el artículo 96.5 de la Ley Concursal *“5. Las impugnaciones se sustanciarán por los tramites del incidente concursal pudiendo el juez de oficio acumularlas para resolverlas conjuntamente. Dentro de los cinco días siguientes a la notificación de la última sentencia resolutoria de las impugnaciones, la Administración Concursal introducirá en el inventario, en la lista de acreedores y en la exposición motivada de su informe las modificaciones que, en su caso, procedan y presentará al juez los textos definitivos correspondientes [...]”*.

Por último, es en esta sección donde se establece el derecho de la Administración Concursal a percibir una retribución. Este hecho se reconoce en el artículo 34 de la Ley Concursal, donde se establece lo siguiente:

“Artículo 34 Retribución

1. *Los administradores concursales tendrán derecho a retribución con cargo a la masa, salvo cuando se trate del personal de las entidades a que se refiere el artículo 27.6.*
2. *La retribución de la administración concursal se determinará mediante un arancel que se aprobara reglamentariamente y que atenderá al número de acreedores, a la acumulación de concursos, al tamaño del concurso según la clasificación considerada a los efectos de la designación de la administración concursal y a las funciones que efectivamente desempeñe la administración concursal, de las previstas en artículo 33.*

El arancel se ajustará necesariamente a las siguientes reglas:

a) Exclusividad. *Los administradores concursales sólo podrán percibir por su intervención en el concurso las cantidades que resulten de la aplicación del arancel.*

b) Limitación. *La cantidad total máxima que la administración concursal podrá percibir por su intervención en el concurso será la menor de las dos siguientes:*

i) La cantidad resultante de multiplicar el activo del deudor por un 4 por ciento.

ii) Un millón quinientos mil euros.

No obstante, el juez de forma motivada y oídas las partes, podrá aprobar una remuneración que supere el límite anterior cuando debido a la complejidad del concurso los costes asumidos por la administración concursal lo justifiquen, sin que en ningún caso pueda exceder del 50 por ciento de dicho límite... []”.

Como **ANEXO 1** encontramos una simulación de honorarios para una empresa que tiene como Masa Activa 3.970.970,5 € y como Masa Pasiva 1.594.222,76 €. Esta simulación de honorarios se ha elaborado siguiendo el *Real Decreto 1860/2004, de 6 de septiembre, por el que se establece el arancel de derechos de los administradores concursales.*

3.1.3. Sección 3ª – Determinación de la Masa Activa

Tal y como define la Ley Concursal, la Masa Activa del concurso *es el conjunto de bienes y derechos integrados en el patrimonio del deudor a la fecha de declaración del concurso.*

Para delimitar la Masa Activa de la concursada se tienen que realizar una serie de acciones en el seno del concurso, pues es posible que, en el patrimonio presentado por la concursada en la solicitud de concurso, existan ciertos bienes que no deberían estar puesto que no son de su propiedad, esta acción recibe el nombre de *acción de reducción de la masa*. Por otro lado, la *acción de reintegración* es exactamente lo contrario a lo comentado, puede que la concursada sea propietaria de ciertos bienes que no aparecen en la solicitud de concurso, y por tanto la Administración Concursal debe incorporarlos de nuevo al patrimonio del deudor. Estas acciones únicamente podrán ser interpuestas por la Administración Concursal mediante incidente concursal ante el Juez encargado del procedimiento.

En relación a la Masa Activa de la concursada, la Ley Concursal establece que hay que rescindir los actos realizados dentro de los dos años anteriores a la declaración del concurso que fueran perjudiciales para la masa activa, pues es posible que los deudores pretendan beneficiar más a unos acreedores que a otros.

La masa activa de la concursada, que se corresponde con el inventario de bienes y derechos, será presentada en primera instancia según el artículo 95.1 y posteriormente podrá ser modificada en Textos Definitivos si la Administración Concursal hubiera constatado la existencia de más bienes y derechos a favor de la concursada.

Como **ANEXO 2** se adjunta un ejemplo de Masa Activa, presentada en el informe de la Administración Concursal, de una empresa en concurso de acreedores.

3.1.4. **Sección 4ª** – Determinación de la Masa Pasiva

Tal y como establece la Ley Concursal, *“Constituyen la masa pasiva los créditos contra el deudor común que conforme a esta ley no tengan la consideración de créditos contra la masa”*.

Los créditos contra la masa, son todos aquellos importes devengados después de la fecha del Auto de declaración del concurso, a los que la mercantil tiene que hacer frente.

También tienen consideración de créditos contra la masa, los salarios de los últimos treinta días de trabajo efectivo anteriores a la declaración del concurso, así como los gastos derivados de la solicitud del concurso de acreedores.

El resto de créditos que no cumplan las condiciones señaladas en el párrafo anterior, tendrán la consideración de créditos concursales y formarán parte de la Masa Pasiva de los deudores.

En relación al pago de estos créditos, en primer lugar, se procede al pago de los créditos contra la masa los cuales son atendidos a su vencimiento, a no ser que se emita informe de insuficiencia de masa activa para el pago de los créditos contra la masa. Este supuesto está recogido en el artículo 176 bis de la Ley Concursal y se emite cuando la Administración Concursal detecta que la masa activa de la concursada no es suficiente para hacer frente a los créditos contra la masa vencidos.

Por otro lado, los créditos concursales, son aquellas deudas que tiene la concursada antes de la declaración del concurso, y se pagan tras haber satisfecho completamente el crédito contra la masa; aunque existen ciertas excepciones, como, por ejemplo, los créditos clasificados como Privilegio Especial. Estos créditos son satisfechos con los bienes sobre los que recae su garantía, bien mediante venta y posterior pago al acreedor con privilegio, o bien, por entrega del bien al acreedor privilegiado.

Para que la Administración Concursal pueda determinar correctamente la masa pasiva de la concursada, es necesario que los acreedores de la deudora comuniquen sus créditos, por lo que el plazo de comunicación empieza en el momento se da publicidad en el BOE del Auto de declaración de concurso y finaliza un mes después si se trata de un concurso abreviado o dos meses después si se trata de un concurso ordinario. En el artículo 85.2 de la Ley Concursal se enuncia la forma en que se debe realizar esa comunicación, si bien, lo normal es que desde la Administración Concursal se proporcione dicha información.

Una vez finalizado el plazo para la comunicación de créditos, la Administración Concursal debe preparar el Listado de Acreedores. En este listado se incluyen todos los acreedores que han comunicado el crédito y además la Administración Concursal debe clasificar cada crédito según la Ley Concursal. Las categorías de estos créditos son las que se explican a continuación, ordenadas según preferencia de pago:

- Créditos con privilegio especial: serán los que primero se satisfarán si el bien sobre el que recae ese privilegio es vendido. (Artículo 90 de la Ley Concursal)
- Créditos con privilegio general: son aquellos cuyo privilegio recae sobre el restante patrimonio del deudor, estos son los créditos con los trabajadores, tributarios, etc. (Artículo 91 de la Ley Concursal).
- Créditos ordinarios: son el resto de créditos que no reciben la categorización de privilegio especial ni general. (Artículo 89.3 de la Ley Concursal)
- Créditos subordinados: se satisfacen después de los créditos ordinarios y se corresponden principalmente con créditos comunicados una vez finalizado el plazo de comunicación, multas, sanciones o si pertenecen a personas vinculadas con el concurso. (Artículo 92 de la Ley Concursal).
- Créditos contingentes: son aquellos de los que no se conoce la cuantía a fecha de la emisión del informe de la Administración Concursal. (Artículo 87 de la Ley Concursal).

Como **ANEXO 3** se adjunta un ejemplo de Masa Pasiva presentada en el informe de la Administración Concursal de una empresa en concurso de acreedores.

3.1.5. **Sección 5ª** – Fase de Convenio o Fase de Liquidación.

Todos los datos e información a los que se ha hecho referencia en los apartados anteriores, se corresponden con la Fase Común del procedimiento. Esta fase, empieza con el Auto de declaración del concurso y finaliza con el Auto de apertura de la Fase de Convenio, con la aprobación de una Propuesta Anticipada de Convenio o con el Auto de apertura de la Fase de Liquidación.

A continuación, se explica brevemente en qué consisten estos tres escenarios:

- Fase de convenio: en esta fase se desarrollan diferentes actuaciones. En primer lugar, la concursada tiene que presentar propuestas de convenio, seguidamente la Administración Concursal tendrá que evaluar y valorar dichas propuestas emitiendo un informe que presentará ante el juzgado encargado del procedimiento. Por último, se tendrán que presentar adhesiones a este convenio y celebrar una junta de acreedores para su aprobación. Si ninguna de las propuestas de convenio resulta aprobada, se abrirá la Fase de Liquidación. Si, por el contrario, resultase aprobada la propuesta de convenio, la fase de la que hablamos, finalizará cuando este esté aprobado judicialmente y se lleven a cabo todas las actuaciones en él recogidas. En el momento en que alguna de las condiciones recogidas en este convenio no se cumpla correctamente, automáticamente se abrirá la Fase de Liquidación.
- Fase de liquidación: esta fase puede ser abierta por dos cauces diferentes, en primer lugar, puede abrirse a solicitud de la empresa concursada en cualquier momento del procedimiento, pudiendo incluso solicitarla en el escrito de solicitud de declaración de concurso o tras finalizar la Fase de Convenio por la no aprobación de las propuestas de convenio presentadas.
Por otro lado, la Fase de Liquidación puede ser solicitada, también, por la Administración Concursal si la deudora cesa su actividad empresarial, tal y como se establece en el artículo 142 de la Ley Concursal.
Por último, cabe indicar que la Fase de Liquidación recoge todas las actuaciones relacionadas con la enajenación del patrimonio del deudor y su

transformación en líquido para el pago, en la medida de lo posible, de los créditos de los acreedores. Este pago se realizará en función de su clasificación, tal y como indican los artículos 89 a 93 de la Ley Concursal, este orden es el que se indica a continuación:

1. Crédito contra la masa
2. Privilegio Especial
3. Privilegio General
4. Créditos Ordinarios
5. Créditos Subordinados

En el punto 3.2. de este apartado, se analizará en más profundidad esta Fase de Liquidación, pues es en la que se enmarca la valoración de los activos financieros.

3.1.6. **Sección 6ª** – Calificación y resolución del concurso.

En último lugar, se encuentra la sección de calificación y resolución del concurso, dicha sección se recoge en los artículos 163 a 175 de la Ley Concursal.

La sección que se explica a continuación, se abre en el momento en que se cierra la fase de liquidación o se aprueba un convenio con una quita superior a un tercio del valor total de la deuda o una espera superior a tres años.

En esta sección, la Administración Concursal emitirá un informe mediante el cual analizará las circunstancias que han llevado a la deudora al estado de insolvencia y determinarán si el concurso debe calificarse como *fortuito* o como *culpable*. Si el concurso es declarado como *fortuito*, ninguna persona física o jurídica quedará afectada por dicho procedimiento concursal. Mientras que, si es declarado como *culpable*, el juez determinará qué personas (normalmente el órgano de administración de la sociedad) quedarán afectadas por la sentencia de resolución de la sección sexta. Para poder declararse como *culpable*, debe atenderse a los siguientes criterios:

1. Cuando no cabe prueba en contra sobre la calificación como culpable. Cuando se den los siguientes supuestos, siempre se considerará como culpable:
 - En primer lugar, se considerará como culpable cuando la insolvencia se hubiera generado o agravado mediando dolo o culpa grave del deudor, o, los administradores si se trata de una persona jurídica. Artículo 164.1 de la Ley Concursal: *“1. El concurso se calificará como culpable cuando en la generación o agravación del estado de insolvencia hubiera mediado dolo o culpa grave del deudor o, si los tuviere, de sus representantes legales y, en caso de persona jurídica, de sus administradores o liquidadores, de hecho y de derecho, apoderados generales, de quienes hubieren tenido cualquiera de estas condiciones dentro de los dos años anteriores a la fecha de declaración del concurso, así como de sus socios conforme a lo dispuesto en el artículo 165.2.”*
 - En segundo lugar, cuando no se haya llevado correctamente la contabilidad de la mercantil. Artículo 164.2.1º.: *“1.º Cuando el deudor legalmente obligado a la llevanza de contabilidad incumpliera sustancialmente esta obligación, llevara doble contabilidad o hubiera cometido irregularidad relevante para la comprensión de su situación patrimonial financiera en la que llevara.”*
 - En tercer lugar, cuando se acrediten inexactitudes relevantes y graves o falsedad en los documentos que acompañan la solicitud de declaración del concurso. Artículo 164.2.2º.: *“2.º Cuando el deudor hubiera cometido inexactitud grave en cualquiera de los documentos acompañados a la solicitud de declaración de concurso o presentados durante la tramitación del procedimiento, o hubiera acompañado o presentado documentos falsos.”*
 - En cuarto lugar, cuando se incumpla el convenio de acreedores, previamente aprobado por el juez. Artículo 164.2.3º.: *“3.º Cuando la apertura de la liquidación haya sido acordada de oficio por incumplimiento del convenio debido a causa imputable al concursado.”*
 - En quinto lugar, cuando se tenga conocimiento de que se han realizado alzamiento de bienes u otros actos en perjuicio de la masa activa del concurso y por tanto en perjuicio de los acreedores. Artículo 164.2.4º y 5º: *“4.º Cuando el deudor se hubiera alzado con la totalidad o parte de sus bienes en perjuicio de sus acreedores o hubiera realizado cualquier acto que retrase, dificulte o*

impida la eficacia de un embargo en cualquier clase de ejecución iniciada o de previsible iniciación. 5. º Cuando durante los dos años anteriores a la fecha de la declaración de concurso hubieran salido fraudulentamente del patrimonio del deudor bienes o derechos.”

- En sexto lugar, cuando se tenga conocimiento que se ha intentado simular una situación patrimonial ficticia de la empresa en concurso de acreedores. Artículo 164.2.6º: “**6. º** Cuando antes de la fecha de la declaración de concurso el deudor hubiese realizado cualquier acto jurídico dirigido a simular una situación patrimonial ficticia.”
- 2. En los supuestos que se exponen a continuación, cabe prueba en contrario para eludir la calificación como culpable, estos supuestos se recogen en el artículo 165 de la Ley Concursal:
 - En primer lugar, si se confirma que incumplieron el deber de solicitar la declaración de concurso de acreedores. Artículo 165.1.1º: “**1. El concurso se presume culpable, salvo prueba en contrario, cuando el deudor o, en su caso, sus representantes legales, administradores o liquidadores: 1. º** Hubieran incumplido el deber de solicitar la declaración del concurso.”
 - En segundo lugar, cuando el deudor o sus representantes legal no hubiesen colaborado con el juez y/o la Administración Concursal. Artículo 165.1.2º: “**2. º** Hubieran incumplido el deber de colaboración con el juez del concurso y la administración concursal o no les hubieran facilitado la información necesaria o conveniente para el interés del concurso o no hubiesen asistido, por sí o por medio de apoderado, a la junta de acreedores, siempre que su participación hubiera sido determinante para la adopción del convenio.”
 - En tercer lugar, si no se ha llevado al día la contabilidad y cuentas anuales durante los 3 ejercicios anteriores a la declaración del concurso. Artículo 165.1.3º: “**3. º** Si el deudor estuviera obligado legalmente a la llevanza de contabilidad y no hubiera formulado las cuentas anuales, no las hubiera sometido a auditoría, debiendo hacerlo, o, una vez aprobadas, no las hubiera depositado en el Registro Mercantil o en el registro correspondiente, en alguno de los tres últimos ejercicios anteriores a la declaración de concurso.”

- Por último, si los responsables se hubieran negado sin causa justificada a una capitalización del crédito o una emisión de valores impidiendo así una refinanciación según el artículo 71 bis.1. Artículo 165.2.: *“2. El concurso se presume culpable, salvo prueba en contrario, cuando los socios o administradores se hubiesen negado sin causa razonable a la capitalización de créditos o una emisión de valores o instrumentos convertibles y ello hubiera frustrado la consecución de un acuerdo de refinanciación de los previstos en el artículo 71 bis.1 o en la disposición adicional cuarta o de un acuerdo extrajudicial de pagos. A estos efectos, se presumirá que la capitalización obedece a una causa razonable cuando así se declare mediante informe emitido, con anterioridad a la negativa del deudor, por experto independiente nombrado de conformidad con lo dispuesto por el artículo 71 bis.4. Si hubiere más de un informe, deberán coincidir en tal apreciación la mayoría de los informes emitidos.*

En todo caso, para que la negativa a su aprobación determine la culpabilidad del concurso, el acuerdo propuesto deberá reconocer en favor de los socios del deudor un derecho de adquisición preferente sobre las acciones, participaciones, valores o instrumentos convertibles suscritos por los acreedores, a resultas de la capitalización o emisión propuesta, en caso de enajenación ulterior de los mismos. No obstante, el acuerdo propuesto podrá excluir el derecho de adquisición preferente en las transmisiones realizadas por el acreedor a una sociedad de su mismo grupo o a cualquier entidad, que tenga por objeto la tenencia y administración de participaciones en el capital de otras entidades con tal de que sea de su grupo o que esté participada por el acreedor. En cualquier caso, se entenderá por enajenación la realizada en favor de un tercero por el propio acreedor o por las sociedades o entidades a que se refiere el inciso anterior.”

Por otro lado, las personas que pueden quedar afectadas por la sentencia de calificación si esta resulta culpable son: administradores, liquidadores y apoderados que lo hubieran sido durante los dos años anteriores a la declaración del concurso de

acreedores. Pudiendo existir también, “cómplices” tal y como recoge el artículo 166 de la Ley Concursal.

En relación al informe de la Administración Concursal, una vez elaborado y presentado ante el juzgado, se dará traslado al Ministerio Fiscal, el cual emitirá su dictamen. Normalmente ambas administraciones llegan a la misma conclusión, por lo que, si ambos estiman fortuito el concurso, este se archivará. Mientras que si alguno de los dos, estima que es culpable, se dará traslado a las personas que pudiesen quedar afectadas por la sentencia para que aleguen en su defensa lo que crean conveniente presentando oposición al informe de calificación.

La sección sexta finalizará con la Sentencia de Calificación donde se incluirán las personas afectadas por la misma y las consecuencias tanto jurídicas como económicas por las que se verán afectadas. Principalmente son 3: inhabilitación para administrar bienes ajenos, pérdida de cualquier derecho de crédito frente a la concursada, y posibles indemnizaciones por daños y perjuicios.

Por último, y tal y como indica el título del apartado, es necesario hablar sobre la conclusión y la reapertura del concurso de acreedores. Existen dos formas de terminación del concurso:

- 1- Forma definitiva: después de haber cumplido su finalidad y objetivos, se pone fin al concurso de forma permanente, implicando la desaparición de la deuda exigible para el deudor y sus acreedores.
- 2- Forma provisional: debido a una imposibilidad sobrevenida, y a pesar de no haberse obtenido la finalidad y objetivos que se estimaban, el concurso queda inconcluso y podría ser reabierto en cualquier momento si se dieran las características necesarias.

Para esta conclusión, la Administración Concursal deberá preparar una Rendición de Cuentas en la que deberá justificar la utilización que haya hecho de las facultades de administración que el juzgado le confirió, así como deberá informar del resultado y saldo

final de las operaciones realizadas en el seno del concurso durante toda la duración del mismo.

3.2. Fase de liquidación. Sección donde se enmarca la valoración de activos en el Concurso de Acreedores.

El presente apartado, se va a centrar en la Fase de Liquidación para las personas jurídicas que es donde se enmarca la valoración de activos en el Concurso de Acreedores. La consecución y las condiciones generales para el correcto desarrollo de esta fase se encuentran recogidas en los artículos 142 a 162 de la Ley Concursal.

Esta fase, pretende convertir en líquido todos los elementos patrimoniales constitutivos de la masa activa de la concursada, a través de una serie de procedimientos tanto judiciales como extrajudiciales, llevados a cabo por la Administración Concursal, en su deber por conseguir cubrir la mayor o total parte de la deuda con los acreedores.

Tal y como se ha comentado en el apartado 3. Sección 5ª, la Fase de Liquidación puede abrirse de oficio, a solicitud del deudor, a solicitud de cualquier acreedor o a solicitud de la Administración Concursal.

- Se abrirá de oficio cuando, dentro del plazo legal, no se haya presentado ninguna propuesta de convenio o no haya sido admitida a trámite ninguna de las presentadas; cuando no se haya aprobado la propuesta de convenio en la Junta General de Acreedores; cuando se haya rechazado por resolución judicial la propuesta de convenio aprobada en la Junta General de Acreedores; cuando se haya declarado por resolución judicial la nulidad de la Propuesta de Convenio; o, cuando se haya declarado por resolución judicial el incumplimiento del Convenio aprobado.
- El deudor podrá solicitar la apertura de la Fase de Liquidación cuando él mismo pida la liquidación de la mercantil; o cuando se oponga a la aprobación de una propuesta de convenio presentada.

- Un acreedor únicamente podrá solicitar la apertura de la Fase de Liquidación cuando el deudor no la solicite, debiendo hacerlo, tal y como se comentado en el apartado anterior.
- La Administración Concursal podrá solicitar la apertura de la Fase de Liquidación en el caso de que la actividad empresarial de la deudora cese.

Al igual que para la declaración de concurso, en el momento de la apertura de la Fase de Liquidación se deberá dar la publicidad que se establece en la Ley Concursal. Esto es, obligatoriamente, deberá publicarse en el Boletín Oficial del Estado, Registro Mercantil y en el Registro Público Concursal.

Los dos efectos más importantes que se dan en la apertura de la Fase de Liquidación son los que se van a describir a continuación:

- 1- Las facultades del deudor sobre su patrimonio pasan a estar suspendidas, lo que implica la disolución y cese de los administradores societarios, ejerciendo esta labor la Administración Concursal.
- 2- La apertura de esta fase implica la formación de la Sección 6ª en el procedimiento concursal, tal y como se ha descrito en el apartado 3. Sección 6ª.

En el momento que se abra la Fase de Liquidación, la Administración Concursal, tiene la obligación de presentar un Plan de Liquidación, en el que se incluyan las valoraciones de todos los bienes y derechos de la concursada, así como la forma en la que se enajenarán para obtener el máximo beneficio en pro de los acreedores. El objetivo de este Plan de Liquidación no es otro que conseguir la máxima liquidez para distribuirla, según el orden de pagos establecido por la Ley Concursal, entre los acreedores de la deudora. Este orden es el que se establece a continuación:

1. En primer lugar, se tendrán que satisfacer todos los créditos contra la masa, que tal y como se ha comentado anteriormente, son las deudas que se han generado a partir de la declaración del concurso.

2. Una vez pagados todos los créditos contra la masa, se procede al pago de los créditos concursales. Estos créditos se irán pagando conforme al siguiente orden:
 - a. Privilegio especial: por ejemplo, hipotecas, estos créditos serán pagados con cargo a los bienes y derechos afectos al privilegio.
 - b. Privilegio general: salarios, retenciones a la Seguridad Social, deudas con la Agencia Estatal Administración Tributaria, etc., tal y como establece el artículo 91 de la Ley Concursal.
 - c. Crédito ordinario: estos serán satisfechos a prorrata con la liquidez que reste.
 - d. Créditos subordinados: intereses a los bancos, multas, etc.

La valoración de los activos de la concursada, en este Plan de Liquidación, deberá ser actualizada en base a la valoración que la Administración Concursal proporcionó en su informe presentado al Juzgado, si procede. Tal y como se ha comentado, los bienes y derechos de la concursada son valorados por la Administración Concursal con el único fin de obtener la mayor liquidez posible para así poder satisfacer todas las deudas que la mercantil ostenta frente a sus acreedores.

La valoración de los activos en general se realiza en base a su valor en el mercado, teniendo en cuenta tanto la amortización como la depreciación que pudiese haber afectado al bien en cuestión.

En cuanto a los activos financieros en particular, estos son valorados de igual forma, si bien, en la última actualización de la Ley Concursal, el artículo 94, indica que será necesario el informe de un experto independiente a la Administración Concursal, para determinar el valor razonable de los bienes calificados como privilegiado especial distintos de valores mobiliarios cotizados y bienes inmuebles. Es por ello, que, si la concursada dispone de, por ejemplo, bonos, será necesario dicho informe.

4. Procedimiento de Valoración

4.1. Principales activos y pasivos objeto de valoración en el concurso.

Tal y como se ha comentado en apartados anteriores, la Masa Activa y la Masa Pasiva de la concursada es comunicada al Juzgado responsable del procedimiento, tal y como indica el artículo 95.1 de la Ley Concursal. Ambas masas serán incluidas en el Informe que la Administración Concursal presenta al Juzgado según el artículo 75 de la Ley Concursal y podrán ser modificadas si así lo solicitan los acreedores, siempre que aporten los justificantes pertinentes para ello, en el informe de Textos Definitivos.

4.1.1. Masa Activa

En este apartado se van a analizar los principales activos que la Administración Concursal valora en el seno del concurso.

En lo que respecta a la información que debe contener el Inventario de la Masa Activa encontramos, tal y como indica el artículo 82 de la Ley Concursal, es la siguiente:

- Naturaleza
- Características
- Lugar en el que se encuentren
- Datos de identificación registral
- Gravámenes y cargas afectos
- Avalúo según el valor de mercado

El **Anexo 2**, adjunto al presente TFM, muestra lo que sería un ejemplo de Inventario de Masa Activa.

Los bienes más comunes que se suele valorar en el concurso de acreedores son:

- Aplicaciones informáticas
- Instalaciones técnicas

- Mobiliario
- Equipos para el proceso de la información
- Elementos de transporte
- Inversiones en construcciones
- Activos financieros: principalmente bonos y acciones adquiridas
- Clientes
- Fianzas
- Bancos
- Caja

Si bien, cabe destacar que dependiendo de la actividad a la que se dedique la mercantil concursada, esta Masa Activa podrá variar para adaptarse a las necesidades de valoración de cada una de las empresas.

4.1.2. Masa Pasiva

A continuación, se van a identificar los pasivos que la Administración Concursal debe valorar en el seno del concurso de acreedores.

Estos pasivos, se refieren a la totalidad de las deudas que la empresa concursada mantiene con sus acreedores, por lo que ellos mismos deberán comunicar dichas deudas a la Administración Concursal; de lo contrario esta Administración establecerá como valor de la deuda la que la mercantil concursada tuviera reconocida en su contabilidad.

Paralelamente a la valoración, la Administración Concursal deberá clasificar cada uno de los créditos reconocidos, tal y como hemos visto en el apartado 3. Sección 4ª.

Los anexos de la Masa Pasiva que la Administración Concursal presente ante el Juzgado Mercantil, deberán estar diferenciados en:

- Total, acreedores incluidos
- Entidades Públicas
- Entidades Financieras

- Masa Laboral
- Listado de Créditos Excluidos
- Listado de Créditos contra la Masa.

4.2. Valor de mercado y valor razonable.

En primer lugar, se explican los conceptos de VALOR DE MERCADO y VALOR RAZONABLE, pues son los valores a los que la Ley Concursal indica que se tienen que valorar los activos.

- **VALOR DE MERCADO:** El valor de mercado se entiende como el importe que se podría obtener por la enajenación de un bien en condiciones estándares de un mercado de valores determinado por la oferta y la demanda del bien en cuestión.

Según las Normas Internacionales de Valoración (*International Valuation Standards*), el valor de mercado o *market value*, es el importe estimado mediante el cual un activo o pasivo debe ser intercambiado en la fecha de valoración entre un comprador dispuesto a comprar y un vendedor dispuesto a vender en condiciones de competencia perfecta, después de una comercialización correcta y en la que las partes actuaran con prudencia y sin coacción (*Market Value is the estimated amount for which an asset or liability should exchange on the valuation date between a willing buyer and a willing seller in an arm's length transaction, after proper marketing and where the parties had each acted knowledgeably, prudently and without compulsion-General Standards IVS Bases of Value*)

Tal y como se ha estudiado durante el Master de Dirección Financiera y Fiscal, en la asignatura de Valoración de Activos Financieros, el valor de mercado está relacionado con el precio de mercado. Estos dos conceptos se suelen usar como sinónimos, pero realmente no lo son. Tal y como especifican Gitman y Joehnk (2009), “En esencia, el valor de mercado indica la forma en que todos los participantes del mercado han valuado una acción”.

Por un lado, se encuentra el precio de mercado el cual se refiere a una cuantía económica vinculada a una transacción, medida en términos monetarios. Se trata de una cifra perfectamente medible y exacta, que puede ser conocida, o no, en función de la transparencia del mercado.

Por otro lado, está el valor de mercado el cual se trata de un estimador del precio de mercado. Es el precio por el que se intercambiaría un bien en un mercado transparente, libre y de frecuentes transacciones.

Ambos conceptos deben coincidir en un mercado fluido, transparente, homogéneo y como abundancia de oferta, de demanda y de información.

- **VALOR RAZONABLE:** tal y como indica el Plan General de Contabilidad y las Normas Internacionales de Contabilidad, el valor razonable se define como *“el importe por el que puede ser intercambiado un activo o liquidado un pasivo entre partes interesadas, informadas e independientes”*.

En general estos dos valores coincidirán si se trata de un mercado activo y fiable.

La valoración es un ejercicio de sentido común que requiere unos pocos conocimientos técnicos y mejora con la experiencia (Fernández, 2013). Ambos son necesarios para no perder de vista:

¿Qué se está haciendo?

¿Por qué se está haciendo la valoración de determinada manera?

¿Para qué se está haciendo la valoración?

¿Para quién se está haciendo la valoración?

Valorar es un proceso empresarial que no se reduce a cuestiones técnicas, y por tanto precisa de la intervención de los gestores involucrados en la decisión, en su mayoría no financieros. Entender la lógica que subyace en el valor económica ayuda a no caer en errores o trampas durante el proceso (Lubián, 2001).

Como ya se ha comentado anteriormente para la valoración de este tipo de activos, desde la actualización de la Ley Concursal de mayo de 2015, es necesario que un experto independiente a la Administración Concursal emita un informe por el valor razonable de los mismos. Podemos observar esta afirmación en el artículo 94 de la Ley Concursal, una parte del cual se transcribe a continuación:

“Artículo 94 Estructura y contenido

5. A los efectos del artículo 90.3, se expresará el valor de las garantías constituidas en aseguramiento de los créditos que gocen de privilegio especial. Para su determinación se deducirán, de los nueve décimos del valor razonable del bien o derecho sobre el que esté constituida la garantía, las deudas pendientes que gocen de garantía preferente sobre el mismo bien, sin que en ningún caso el valor de la garantía pueda ser inferior a cero, ni superior al valor del crédito privilegiado ni al valor de la responsabilidad máxima hipotecaria o pignoratícia que se hubiese pactado.

A estos exclusivos efectos se entiende por valor razonable:

- a) En caso de valores mobiliarios que coticen en un mercado secundario oficial o en otro mercado regulado o de instrumentos del mercado monetario, el precio medio ponderado al que hubieran sido negociados en uno o varios mercados regulados en el último trimestre anterior a la fecha de declaración de concurso, de conformidad con la certificación emitida por la sociedad rectora del mercado secundario oficial o del mercado regulado de que se trate.*
- b) En caso de bienes inmuebles, el resultante de informe emitido por una sociedad de tasación homologada e inscrita en el Registro Especial del Banco de España.*
- c) En caso de bienes o derechos distintos de los señalados en las letras anteriores, el resultante de informe emitido por experto independiente de conformidad con los principios y las normas de valoración generalmente reconocidos para esos bienes.*

Los informes previstos en las letras b) y c) no serán necesarios cuando dicho valor hubiera sido determinado, para bienes inmuebles por una sociedad de tasación homologada e inscrita en el Registro Especial del Banco de España dentro de los doce meses anteriores a la fecha de declaración de concurso o, para bienes distintos de los inmuebles, por experto independiente, dentro de los seis meses anteriores a la fecha de declaración del concurso. Tampoco serán necesarios cuando se trate de efectivo, cuentas corrientes, dinero electrónico o imposiciones a plazo fijo.”

En consecuencia, si la principal característica a tener en cuenta en las valoraciones de los activos financieros y en particular de los valores mobiliarios es si cotizan, o no, en un mercado secundario oficial o en otro regulado. En función de ello, el procedimiento de valoración que un experto independiente realizaría de los bonos y acciones de la mercantil concursada será diferente en cada caso.

5. Valoración de activos de la Concursada A.

En este apartado se va a realizar la **valoración de las acciones** que la mercantil Concursada A posee de las empresas ENAGAS y ALFABEN, y la **valoración de los bonos** que la misma concursada posee de las mercantiles EROSKI y ALFABEN.

5.1. Valoración de las acciones

5.1.1. Introducción

En este apartado se va a realizar la valoración a valor razonable de las acciones que la mercantil concursada posee de las empresas ENAGAS y ALFABEN.

La empresa ENAGAS es una empresa transportista de gas natural y el Gestor Técnico del Sistema Gasista. Cuenta con cerca de 12.000 km de gasoductos, tres almacenamientos subterráneos y cuatro plantas de regasificación. Pertenece al sector de la energía y cotiza en el Ibex 35 desde su salida a Bolsa en 2002. (www.enagas.es)

Por otro lado, ALFABEN es una empresa de servicios inmobiliarios realizados por cuenta propia con bienes urbanos propios o arrendados que tiene su sede central en Buenos Aires, si bien existe una delegación independiente en Valencia. Esta empresa no cotiza en ningún mercado secundario ni en otro regulado. (www.cuitonline.com)

La concursada A, es propietaria de 10.700 acciones de la mercantil ENAGAS que cotiza en el IBEX 35. Estas acciones fueron adquiridas el 2 de enero de 2015 por un importe total de 250.166,00 €.

Por otro lado, la Concursada A posee 10.000 acciones de la mercantil ALFABEN adquiridas por importe de 123.500,00 €.

5.1.2. Metodología de valoración de acciones

De acuerdo con lo comentado anteriormente, el valor razonable de las acciones de ENAGAS vendrá dado por el precio medio ponderado al que hubieran sido negociados en uno o varios mercados regulados en el último trimestre anterior a la fecha de declaración de concurso. Mientras que el valor razonable de las acciones de la mercantil ALFABEN tendrá que ser calculado aplicando distintos métodos de valoración y posteriormente emitir un informe de valoración de conformidad con los principios y las normas de valoración generalmente reconocidos para las acciones.

El principal aspecto que hay que tener en cuenta en el proceso de valoración de las acciones de una empresa es **las expectativas de futuro**. Si bien es cierto que se debe examinar el análisis histórico de la empresa, hay que tener bien claro que la importancia no radica en el pasado sino en el futuro de la misma. Como ya sabemos, el valor de una acción está relacionado con las rentabilidades futuras de la mercantil, por lo que es tarea del analista o inversor tener presente que debe utilizar los datos históricos de la mercantil para crear variables financieras capaces de reproducir de forma veraz y lo más precisa posible, la situación económica futura de la mercantil que se está estudiando.

Para poder realizar esta aproximación de variables financieras, es necesario que se tengan en cuenta los principales factores que influyen en los mercados de valores. Estos factores se pueden delimitar en cuatro grandes grupos:

- a) Los tipos de interés.
- b) El tipo de cambio.
- c) El ciclo económico.
- d) La evolución de los mercados de valores internacionales.

Para poder llevar a cabo el encargo, es necesario conocer los métodos de valoración de los que se dispone para valorar las acciones. Cabe tener presente que no todos los métodos son aptos para su aplicación a todas las empresas, sino que dependerá de las características específicas de cada una, así como de si dichas empresas reparten

dividendos cuando los consiguen, si aun teniendo beneficios no se reparten entre los accionistas, o si directamente no obtienen beneficios y por tanto no pueden repartir dividendos.

A continuación, se realiza una breve exposición de los métodos de valoración que se han estudiado durante el Máster para posteriormente elegir el que mejor se adapte a nuestra empresa y valorar así las acciones:

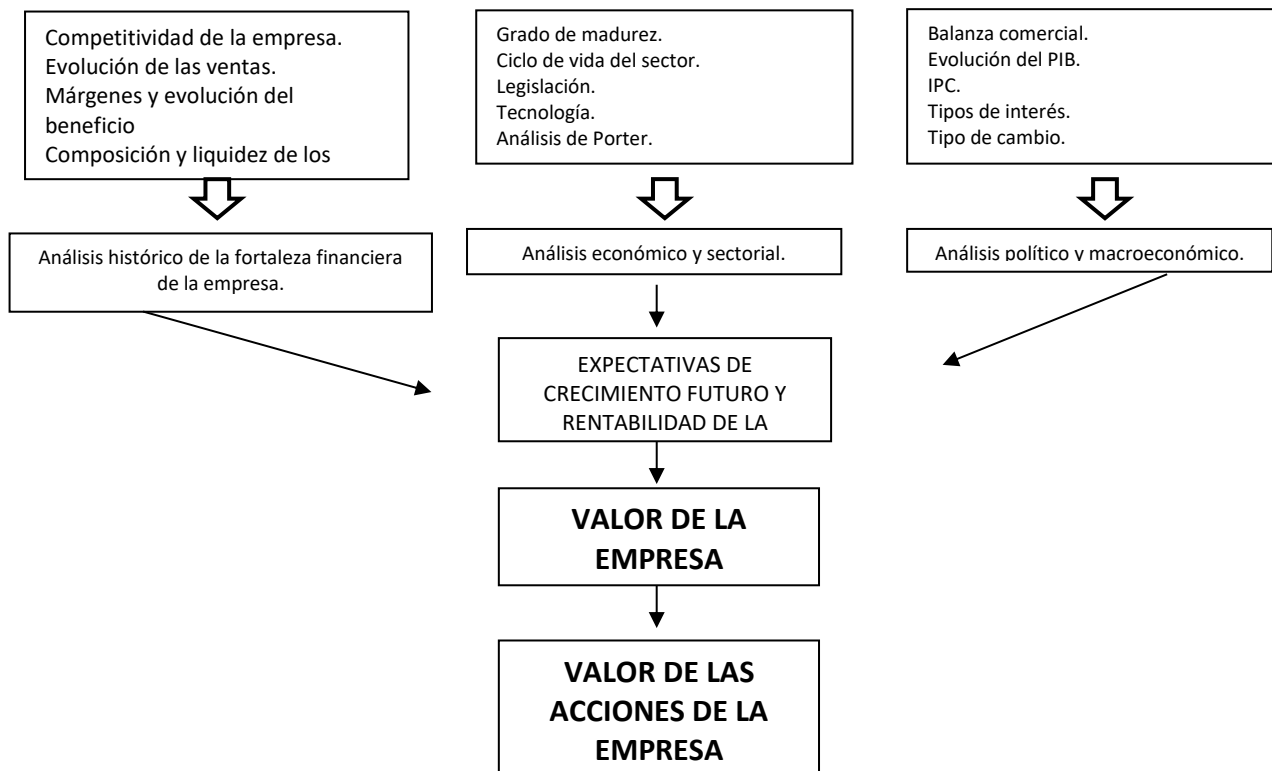
El análisis fundamental es una metodología de análisis bursátil. Está basado en el supuesto de que lo que determina la evolución de los precios en los mercados es la situación de cada una de las empresas, y por tanto, para tomar una correcta decisión a la hora de invertir es necesario realizar valoración de las empresas en las que se quiere invertir, todo ello a partir de la información de la que se disponga de cada una de ellas, como por ejemplo los estados financieros publicados, entendiendo que estos son fiables. Pero, no solo es necesaria la información relacionada con la situación de la empresa, sino que también se debe investigar sobre el contexto sectorial y macroeconómico de cada mercantil, para poder obtener su valor intrínseco y así calcular el valor intrínseco de las acciones, es decir el precio al cual debería cotizar la empresa.

La hipótesis de este tipo de análisis asume que el índice bursátil debe reflejar los cambios en el análisis político y macroeconómico de la empresa, como puede ser los tipos de interés, el tipo de cambio, etc. Por otro lado, también se basa en el supuesto de que la empresa debe reflejar en la cotización de sus acciones, los beneficios futuros que espera conseguir, así como el resto de análisis histórico de la fortaleza financiera de la empresa.

Por último, el analista se acoge al pensamiento de que el valor de una acción se va a ver influenciado por el análisis económico y sectorial de la empresa, esto es, si las perspectivas de crecimiento de una empresa se consideran especialmente fuertes, lo será también el precio que alcancen en el mercado sus acciones.

En la figura 1, realizada a partir de la información obtenida durante el Master, se resume cuál es la información necesaria para poder calcular el valor de la empresa y por tanto el valor que deberían tener sus acciones en el mercado.

Figura 1. Información necesaria para el cálculo del valor de las acciones.



Fuente: elaboración propia a partir de los apuntes de D^a Natividad Guadalajara-UPV.

Las principales ventajas de aplicar el análisis fundamental para obtener el valor razonable de las acciones de una mercantil, son, entre otras las que describimos a continuación:

- En primer lugar, este análisis proporciona al analista los criterios de carácter económico-financiero, esenciales para la toma de decisiones de inversión, por lo que se puede entender este estudio como un análisis especializado. Por lo general, este tipo de informes son realizados por economistas o analistas de empresas, por esto cabe destacar que no solo se emplean técnicas teóricas, sino que se nutre también de la experiencia, formación y metodología de los profesionales antes enunciados.
- En segundo y último lugar, pero no menos importante, la ventaja de este tipo de análisis es que tiene validez universal, es decir, que es aceptado por la mayoría de

los profesionales, académicos e inversores, lo que proporciona un elevado grado de seguridad y fiabilidad al cliente que ha realizado el encargo.

Por otro lado, existe un principal inconveniente a la hora de realizar este tipo de informes y es que el analista debe disponer de la adecuada información, la suficiente experiencia y el tiempo necesario para realizarlo. Por lo que si alguna de estas tres variables no es tomada en cuenta por el profesional puede derivar en un informe incompleto, lo que comportará un grado elevado de subjetividad y por tanto un cierto grado de duda al cliente.

Lo que se pretende al realizar un análisis fundamental es determinar el valor intrínseco de las acciones y compararlo con el precio de mercado de dichas acciones. Al realizar el análisis el especialista se puede encontrar ante dos supuestos:

- A) El valor intrínseco de la acción es superior a la cotización, por lo que las acciones estarán minusvaloradas, y el analista recomendará la COMPRA de las mismas.
- B) El valor intrínseco de la acción es inferior a la cotización, lo que significara que dichas acciones están sobrevaloradas y por tanto la recomendación del especialista será la VENTA de las acciones que se posea.

Los métodos de valoración de acciones más frecuentes son:

- A) Método de valoración basado en el valor patrimonial.

Los analistas que aplican este método consideran que el valor de una mercantil se centra únicamente en su balance, es decir, no tienen en cuenta factores diferentes de los que aparecen en dicho estado financiero. Factores que, tal y como se ha comentado anteriormente, son importantes a la hora de valorar las acciones de una empresa, como puede ser la situación del sector, la organización de la mercantil, etc. Por lo que, se trata de un método de análisis estático, lo que significa que no considera la posible evolución futura de la empresa.

En este método de análisis, hay que tener en cuenta tres valores:

- El valor contable de la mercantil, que es el que recoge toda la liquidez que se ha obtenido de los inversores, así como los beneficios que ha ido consiguiendo la empresa y han sido reinvertidos.
- El valor contable ajustado, que es el que valora cada una de las partidas del balance a su precio de mercado.
- El valor de liquidación, que es el valor que tiene una mercantil en el caso de que se liquide la misma, es decir, en el caso de que se enajenen sus bienes y derechos y se salden sus deudas. Este, se trata de un valor mínimo, puesto que el valor real de la mercantil siempre será superior al valor de liquidación que se le pueda atribuir.

Los métodos basados en el patrimonio de la empresa y en la información contable tienen la ventaja de su sencillez. Aunque hay quienes dudan de la validez intrínseca de los mismos para proporcionar el valor global de la empresa, son una herramienta útil, ya que sirven como referencia para los métodos basados en la capacidad de generación de rentas (Valls Martínez, 2001)

Actualmente, este método de análisis no es frecuentemente usado en Bolsa, salvo para el cálculo del valor mínimo de la mercantil.

B) Método de valoración basado en ratios bursátiles.

Este método de valoración relaciona el precio de las acciones en el mercado con datos obtenidos de los estados financieros de las empresas, es decir, determinan el valor de las acciones de la empresa a través de la estimación de su rentabilidad futura.

Algunas de las razones por las cuales se utilizan ratios para realizar el análisis de una empresa son (Valor, 2015):

- *Utilidad como herramienta comparativa: nos permite comparar los números de una compañía con otros indicadores [...].*

- *Muestra relaciones entre variables y magnitudes distintas: se podrá observar como hay variables que sufren cambios dependiendo de variaciones en otras magnitudes.*
- *Buen método para resumir la información financiera de una compañía, y por ende el valor de sus acciones.*
- *Útiles en la elaboración de proyecciones financieras a futuro.*
- *Nos ayudan a determinar el riesgo y rentabilidad de una empresa.*

Este método de análisis es el más utilizado en la valoración de acciones en bolsa, se trata de métodos de capitalización de los beneficios futuros de la mercantil.

Los ratios bursátiles más utilizados en este tipo de análisis son:

- El ratio **precio-beneficio PER** (Price Earning Ratio): este ratio indica el número de veces que la Bolsa acepta pagar el beneficio de una acción, es decir, es la capacidad de la empresa de generar beneficios. Este ratio ofrece una visión de lo caras o baratas que están las acciones de una empresa, pero no es posible saberlo por el ratio en sí, sino que hay que compararlos con la opción de inversión sin riesgo a corto y largo plazo.

$$(1) \text{ PER} = \frac{\text{Cotización}}{\text{Beneficio por acción}} \text{ Siendo}$$

$$(2) \text{ Beneficio por acción} = \frac{\text{Beneficio después de int e imp}}{\text{Nº de acciones}}$$

Un PER alto, indica que el mercado estima que la empresa tiene elevadas expectativas de crecimiento, si bien, no siempre significa que las acciones estén caras, ya que hay que tener en cuenta también las expectativas de crecimiento de la empresa; si estas son elevadas el PER aumentará aún más. Mientras que un PER bajo, indica que la empresa tiene un crecimiento lento o bajo, pero no siempre significa que las acciones estén baratas, ya que al igual que en punto anterior, hay que tener en cuenta las expectativas de crecimiento, es posible que el PER sea menor debido a unas expectativas negativas de crecimiento.

- El ratio **rentabilidad financiera (ROE)**: es el rendimiento que obtiene la empresa gracias a sus operaciones de inversión. Esta rentabilidad mide la capacidad que tiene la mercantil para hacer frente a los dividendos anunciados para sus accionistas o socios. A medida que aumenta el riesgo que asume una empresa, su rentabilidad financiera aumenta también; esto sirve para compensar el riesgo de inversión que asumen los accionistas o propietarios. Rivero (1987)

$$(3) ROE = \frac{B^{\circ} \text{ después de inter e imp}}{\text{Recursos propios}}$$

- El ratio **precio-cash flow (PCF)**: este ratio es muy parecido al PER, con la diferencia de que este es mejor cuando haya sospechas de que la amortización aplicada no es adecuada. Se basa en la capacidad futura de la mercantil para generar beneficios, y, por tanto, dividendos. Rivero (1987)

$$(4) \text{ Precio cash flow} = \frac{\text{Cotización}}{B^{\circ} \text{ Neto} + \text{Amortizaciones}}$$

- El ratio **precio-valor contable**: este ratio, determina el valor de las acciones a partir del valor contable que la respalda. Muestra cómo se están valorando en los mercados las acciones. Rivero (1987)

$$(5) \text{ Precio valor contable} = \frac{\text{Cotización}}{\text{Valor Contable}}$$

- La **rentabilidad por dividendos (Yield)**: los dividendos son la parte de los beneficios que se entregan efectivamente al accionista. Este ratio es el cociente entre el dividendo esperado por acción para el próximo año y el precio de la acción hoy, en el momento de adquisición de las acciones. Rivero (1987)

$$(6) \text{ Rentabilidad por dividendos} = \frac{\text{Dividendo por acción}}{\text{Cotización}}$$

- El ratio **rentabilidad económica (ROI)**: esta rentabilidad mide la capacidad que tienen los activos de la empresa para generar beneficios, independientemente del método en que se hayan financiado. Esta rentabilidad sirve para decidir si realizar o no una inversión y para decidir la forma en que se financiaría esta inversión.

$$(7) ROI = \frac{B^{\circ} \text{ después inter e imp}}{\text{Activo total}}$$

C) Método de valoración basado en descuento de flujos de caja.

Es el método de valoración más utilizado y favorito de los expertos que quieren obtener un justo y real valor de una empresa, ya que sobre todo determina el valor intrínseco de una compañía. Las principales características de este método son (Barrionuevo, 2014):

- *El valor de un negocio en función de su capacidad para generar recursos financieros a futuro que puedan incrementar el valor de las acciones.*
- *Incorpora el concepto de riesgo, tanto de negocio como financiero.*
- *Contempla el valor temporal del dinero.*
- *Considera las inversiones requeridas para la generación de recursos.*

Valorar la empresa por descuento de flujos de caja tiene muchas limitaciones, puesto que existen muchas variables que no es posible conocer fehacientemente, por ello, y aunque tiene en cuenta el valor del dinero en el tiempo e incorpora el factor del riesgo para la valoración, es muy sensible a la tasa de descuento y la dificultad de establecer los resultados a partir de ciertos años hacia adelante se va incrementando.

5.1.3. Resultados

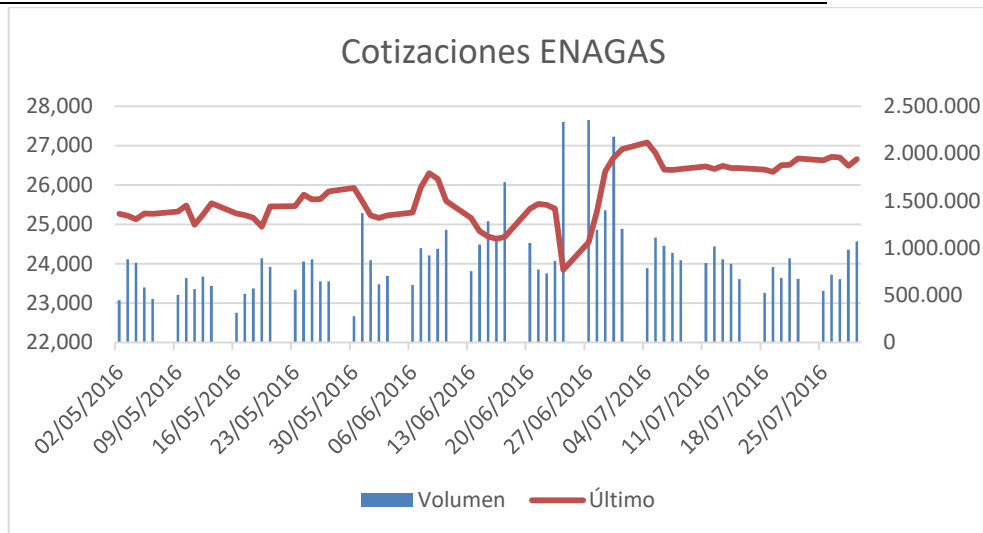
VALORACIÓN DE LAS ACCIONES COTIZADAS

Para el cálculo del valor razonable tal y como indica la Ley Concursal, se ha obtenido de la página web de la Bolsa de Madrid (www.bolsamadrid.es) las cotizaciones diarias de las acciones de ENAGAS y el volumen negociado desde el 1 de mayo 2016 hasta el 1 de agosto del mismo año, las cuales se detallan en el **ANEXO 4**.

Las cotizaciones oscilan entre 23,847 € por acción y 27,084 € por acción y tienen un precio medio de 25,75 € por acción y una desviación típica de 0,7.

En la figura 2 se observa la evolución de las cotizaciones y del volumen negociado en el trimestre considerado.

Figura 2. Evolución de las cotizaciones de la mercantil ENAGAS.



Fuente: elaboración propia a partir de los datos de la web de la Bolsa de Madrid.

Una vez conocidos de estos datos, se debe proceder al cálculo del precio medio ponderado de los mismos, mediante la expresión matemática:

$$\Sigma((A*B)/C)$$

Siendo:

- A. Precio de las acciones al final de cada día
- B. Nº de acciones negociadas cada día
- C. Total acciones negociadas en todos los días del trimestre

Por tanto, el resultado sería el que se detalla a continuación:

A. Precio de las acciones al final de cada día	Ver ANEXO 4
B. Nº de acciones negociadas cada día	Ver ANEXO 4
C. Total acciones negociadas en todos los días del trimestre	58.081.680
PMP = $\Sigma((A*B)/C)$	25,7014 €

Precio total de las acciones que posee la concursada	275.005,05 €
--	---------------------

Por lo que el valor razonable que las acciones de ENAGAS deberían tener en el activo de la concursada, a fecha del concurso sería de 275.005,05 €. Este será el valor que, como expertos independientes deberíamos atribuir a este activo financiero propiedad de la empresa concursada, por lo que tal y como se puede observar en el **ANEXO 2** de la Masa Activa de la concursada el “valor de mercado” otorgado a esta partida es el que se ha indicado anteriormente.

VALORACION DE LAS ACCIONES NO COTIZADAS

A continuación se aplican los métodos de valoración desarrollados en el apartado anterior.

En primer lugar, cabe mencionar que la concursada posee 10.000 acciones de esta mercantil. Estas acciones fueron adquiridas el 15 de julio de 2010 y en ese momento su precio unitario fue de 12,35 €, por lo que la concursada invirtió un total de 123.500,00 €.

En la Tabla 2, se recoge la información económico-financiera de ALFABEN, durante el último año 2016:

Tabla 2: Información económico-financiera de ALFABEN del año 2016.

INFORMACIÓN ALFABEN	
ACTIVO	150.000.000,00
BAI DI AÑO ANTERIOR	17.000.000,00
CUOTA AMORT INMOV	3.500.000,00
INVERSIÓN INMOV	2.500.000,00
COSTE DEUDA	12%
GTOS FINANCI	5.700.000,00
PAY OUT	75%
Nº ACCIONES	5.000.000
VALOR NOMINAL ACCIONES	12,35 €
AJUSTES TOTAL	- 7.235.742,35 €
GTOS LIQUID NEGOCIO	17.850.000,00 €
t	30%
DIVIDENDO MERCANTIL	5% sobre el valor de la acción

Todos los datos de la Tabla 2 han sido proporcionados por la mercantil ALFABEN. Es por esto, que para estar seguros de que los datos han sido calculados correctamente, se

solicitó a la mercantil información adicional sobre el cálculo de los ajustes totales y de los gastos de liquidación del negocio, así como el valor de las acciones. Estas explicaciones son las que se transcriben a continuación:

“Desde ALFABEN, venimos a aclarar sus dudas acerca de los ajustes negativos que se deben practicar, así como el procedimiento y los cálculos realizados para conocer los gastos de liquidación que tendría que soportar la empresa en el caso de que ésta se tuviera que disolver y cesar en su actividad.

1. *Ajustes negativos que se han de practicar al balance de la mercantil para que éste refleje el valor real de la misma:*
 - *Existen en inventario existencias obsoletas por un importe total de 3.245.247,45 €.*
 - *Existen en balance unos vehículos, propiedad de la compañía, que son de uso comercial que se han visto depreciados por un importe total de 490.494,90 €.*
 - *Existe en el Pasivo de la mercantil, deudas que se han clasificado como incobrables por valor de 3.500.000,00 €.*

Con todos estos datos, se llega a la conclusión de que el ajuste negativo total que es necesario practicar es de 7.235.742,35 €.

2. *Cómo han sido calculados los gastos de liquidación de la sociedad:*

Cabe tener en cuenta, que estos cálculos son meras especulaciones, puesto que no es posible conocer a ciencia cierta los valores exactos, ya que estos pueden variar por diversas circunstancias.

 - *Los gastos en asesores para la correcta disolución de la mercantil han sido calculados en 5.350.000,00 €, puesto que estos asesores serán los encargados de la venta de los activos y de realizar las actuaciones oportunas para que la empresa se disuelva conforme a la ley.*
 - *Gasto en abogados por litigios, como pudiera ser, demandas de trabajadores, de proveedores, y para la propia disolución. Este gasto ha sido valorado en 3.000.000,00 €.*
 - *Gasto por las indemnizaciones a los trabajadores, puesto que toda la plantilla de la sociedad es indefinida, se tendría que hacer frente a un mayor gasto en indemnizaciones. Este gasto ha sido valorado en 8.500.000,00 €.*

- *Gastos fiscales en los que pudiera incurrir la sociedad a la hora del cese total de la actividad. Estos gastos han sido valorados en 1.000.000,00€*
- 3. *Valor de las acciones: el valor de las acciones se corresponde con el valor que se les dio en el momento de la constitución de la mercantil, es decir, el valor que aparece en la escritura de constitución como resultado de dividir el capital aportado por los socios entre el número de acciones que se pusieron en circulación.*

Método basado en el Valor Patrimonial

A continuación, se va a calcular el valor de las acciones según el método basado en el valor patrimonial de la mercantil ALFABEN, siguiendo las indicaciones especificadas en el apartado anterior.

A partir de la información que aparece en la tabla 2, se puede obtener la deuda total que tiene la mercantil:

$$(8) \text{ Gastos Financieros} = \text{Deuda} * \text{coste deuda} = 5.700.000,00$$

$$(9) \text{ Deuda} = \frac{\text{Gtos financieros}}{\text{Coste deuda}} = \frac{5.700.000}{0,12} = 47.500.000,00$$

Por otro lado, también se debe calcular el valor contable de las acciones en este momento, teniendo en cuenta las fórmulas (8) y (9):

$$(10) \text{VC acciones} = \frac{\text{Activo-Pasivo}}{\text{Nº Acciones}} = \frac{150.000.000-47.500.000}{5.000.000} = \frac{102.500.000,00}{5.000.000} = 20,50€$$

$$(11) \text{VC ajustado} = \text{V Mercado A total} - \text{Pasivo} =$$

$$= (150.000.000,00 - 7.235.742,35) - 47.500.000,00 = 95.264.257,65€$$

$$(12) \text{VC ajustado acciones} = \frac{\text{VC ajustado}}{\text{Nº acciones}} = \frac{95.264.257,65}{5.000.000} = 19,05 €$$

$$(13) \text{V Liquidación} = \text{VC ajustado} - \text{gtos liquidación negocio} =$$

$$= 95.264.257,65 - 17.850.000,00 = 77.414.257,65€$$

$$(14) \text{V liquidación acciones} = \frac{\text{V Liquidación}}{\text{Nº acciones}} = \frac{77.414.257,65}{5.000.000} = 15,48€$$

Como se puede observar, el valor contable de las acciones, en el momento actual, es de 20,5 € tal y como se ha calculado en la fórmula (10), y el valor contable ajustado de las

mismas es de 19,05 € obtenido a partir de la fórmula (11), es decir, 4,5 € y 3,05 € superior al valor nominal de las acciones de la mercantil.

Por otro lado, el valor de liquidación de las acciones se acerca más al valor nominal de la mercantil, esto es, 15,48 € según el cálculo realizado en fórmula (14).

Método basado en Ratios bursátiles

Se van a aplicar los ratios PER y Rentabilidad por dividendos

PER

El ratio PER tiene ciertas limitaciones, como por ejemplo, que para el cálculo del mismo se utiliza el beneficio esperado del año en curso, el cual no es del todo fiable porque existen muchas variables que no pueden ser controladas y este beneficio podría variar tanto al alza como a la baja y solo puede conocerse el beneficio exacto al final del ejercicio. Para salvar esta situación, podríamos pensar en calcular el PER al final del ejercicio, si bien, esto tampoco es correcto puesto que, se estarían mezclando dos variables calculadas en distintos momentos de tiempo.

Es por esto por lo que teniendo en cuenta el sector en el que se encuadra la mercantil ALFABEN, que es el de negocios inmobiliarios, se va a calcular el PER medio de las empresas más similares que operan en el mismo sector que la mercantil.

Para ello, se debe conocer el ratio PER medio de dichas empresas. Para conocer este dato, se han analizado las empresas del sector inmobiliario que cotizan en la bolsa española para determinar cuáles de ellas son las más parecidas a la mercantil ALFABEN.

Cabe mencionar que existen un total de 16 empresas pertenecientes al sector inmobiliario que cotizan actualmente en la bolsa española.

Tras este estudio, se ha determinado que las empresas que más se asemejan, por volumen de ventas y ciclo de vida en el que se encuentran, son las que se detallan a continuación:

- Inmobiliaria Colonial, S.A.
- Inmobiliaria del Sur, S.A.

- Quabit Inmobiliaria, S.A.
- Renta Corporación Real Estate, S.A.

Para poder calcular el ratio PER medio de estas empresas, se han utilizado los datos que aparecen en la página web de la Bolsa de Madrid. Estos datos son los que se muestran en la tabla 3:

Tabla 3: Información empresas sector inmobiliario.

	Cotización (precio cierre 2016)	Nº acciones	Bº esperado	Bº esperado por acción
INMOBILIARIA COLONIAL, S.A.	6,58 €	356.823.000	2.353.968.000,00 €	6,60 €
INMOBILIARIA DEL SUR, S.A.	7,91 €	16.972.000	139.247.000,00 €	8,20 €
QUABIT INMOBILIARIA, S.A.	1,93 €	53.041.000	107.370.000,00 €	2,02 €
RENTA CORPORACION REAL ESTATE, S.A.	1,84 €	32.889.000	65.550.000,00 €	1,99 €

Cabe tener en cuenta que los datos de la tabla 3, se refieren al año 2016, puesto que para una correcta interpretación se deben usar las magnitudes del mismo año. Si bien en la página web de la Bolsa de Madrid obtenemos los datos que se dieron en el 2016, en la página web de cada una de las empresas se ha podido localizar el beneficio que se esperaba para ese año.

En base a los datos de la tabla 3, y a la fórmula (1), se van a calcular los ratios PER para cada una de las empresas cotizadas:

	Ratio PER
INMOBILIARIA COLONIAL, S.A.	0,997875
INMOBILIARIA DEL SUR, S.A.	0,964103
QUABIT INMOBILIARIA, S.A.	0,953424
RENTA CORPORACION REAL ESTATE, S.A.	0,920691

PER medio	0,959023
-----------	----------

Después de obtener el PER medio de las empresas que más se asemejan a la mercantil que se está analizando, cabe hacer distintos cálculos para poder obtener el precio o cotización de la acción ALFABEN.

En primer lugar, se debe calcular el Beneficio Después de Intereses e Impuestos por acción. Para ello, se tiene que conocer el Bº obtenido el año pasado:

$$(15) \text{BAIDI año anterior} - \text{Gtos financieros} = 11.300.000,00\text{€}$$

Ahora, se calcula la tasa de crecimiento, que será en base a la rentabilidad sobre los recursos propios que posee la empresa:

$$ROE = \frac{BDII}{\text{Neto}} = \frac{B^\circ \text{ accionistas}}{\text{Cap Social} + \text{Reservas}} = \frac{11.300.000,00}{102.500.000,00} = 0,1102439$$

$$(16) \text{Tasa de crecimiento (g)} = ROE * (1 - \text{pay out}) = 0,027560976$$

A continuación, se calculan los Bº Después de Intereses e Impuestos esperados para este año:

$$(17) \text{BDII esperados para este año} = \\ 11.300.000 * (1 + \text{tasa de crecimiento } E^a) = 11.611.439,02\text{€}$$

Con estos datos, ya es posible calcular el Beneficio Después de Intereses e Impuestos por acción, es decir, el beneficio neto que obtienen los accionistas de la mercantil, según la fórmula (2):

$$\frac{BDII}{\text{Acción}} = 2,322287805\text{€/acción}$$

Conociendo el Beneficio Después de Intereses e Impuestos por Acción, esperado para este año, es decir, lo que le queda a los accionistas, se procede a calcular el precio o cotización de la acción. Este cálculo se realiza utilizando la fórmula (1).

$$0,959023 = \frac{x}{2,322287805} \rightarrow x = 2,227127$$

El valor obtenido, 2,227, es inferior al valor nominal de las acciones de la mercantil, esto puede ser debido a que se ha estimado el BDII y es posible que este importe sea superior al estimado.

Por otro lado, también tiene gran influencia las perspectivas que afrontaba el sector inmobiliario durante este periodo. Si bien, el año 2015 fue un año de recuperación para este sector, no estaba del todo arraigada esta tendencia, por lo que los profesionales del sector permanecían cautos pero confiados en un paulatino incremento.

Rentabilidad por dividendos

Para analizar la Rentabilidad por Dividendos se va a utilizar el modelo de Gordon, el cual, supone dividendos constantes infinitos y se calcula mediante la fórmula (18):

$$(18)V = \sum \frac{D}{(1+\text{rentab recursos propios})^i} = \frac{D}{\text{rentabilidad recursos propios}}$$

Para el correcto cálculo de esta expresión se debe dividir en dos, por una parte encontramos el dividendo, el cual vendrá dado por la fórmula (19):

$$(19)D = BDII * \text{pay out} = 11.300.000 * 75\% = 8.475.000\text{€}$$

Por otro lado, es necesario conocer la rentabilidad de los recursos propios. Esta se obtiene, mediante el modelo CAPM, puesto que es la herramienta de análisis de activos financieros más usada para conocer la tasa de retorno exigida para este tipo de activos. Para este cálculo se van a entender los dividendos como constantes.

*Hace 35 años, los profesores de finanzas William F. Sharpe y John Lintner desarrollaron un modelo que utiliza la beta para relacionar formalmente las nociones de riesgo y rentabilidad. Este **modelo de valoración de activos** financieros explica el comportamiento del precio de los títulos. (Gitman, L.J. y Joehnk, M.D., 2004).*

Esto supone la existencia de una relación directa entre la rentabilidad del activo y el riesgo asumido, a mayor riesgo, mayor rentabilidad.

$$(20) \text{Rentabilidad recursos propios} - r_{\text{bonos}} = \beta(r_{\text{mercado}} - r_{\text{bonos}})$$

Siendo:

- r_{bonos} la rentabilidad de los bonos a 5 años que asciende a 4,489%
- β la beta, que se calcula a continuación
- r_{mercado} la rentabilidad del mercado, calculada con los datos históricos de los últimos 5 años antes de la declaración del concurso y la cual asciende a 5,204%

Para obtener el resultado de los recursos propios en primer lugar es necesario conocer el valor de Beta, y para ello se ha utilizado la rentabilidad anual durante los últimos 5 años antes de la declaración del concurso de las 4 mercantiles que más se asemejan a ALFABEN y que son las mismas que se han utilizado para el cálculo del PER medio. Estas mercantiles son:

- Inmobiliaria Colonial, S.A.
- Inmobiliaria del Sur, S.A.
- Quabit Inmobiliaria, S.A.
- Renta Corporación Real Estate, S.A.

BETA:

La beta de un activo financiero es una medida de sensibilidad que se utiliza para conocer la variación relativa de rentabilidad que sufre dicho activo con relación a un índice de referencia. (Peiró, 2015)

Cálculo

Para el cálculo de la beta, se va a utilizar la fórmula (21), y el análisis de regresión que proporciona Excel, siendo la constante de la ecuación igual a cero:

$$(21) y = \alpha + \beta x$$

Para ello, en la tabla 4 se muestran las rentabilidades anuales tanto de las 4 mercantiles seleccionadas como del IBEX 35, desde el 31 de agosto de 2011 hasta 31 de agosto de 2016:

Tabla 4: Rentabilidades para el cálculo de la beta.

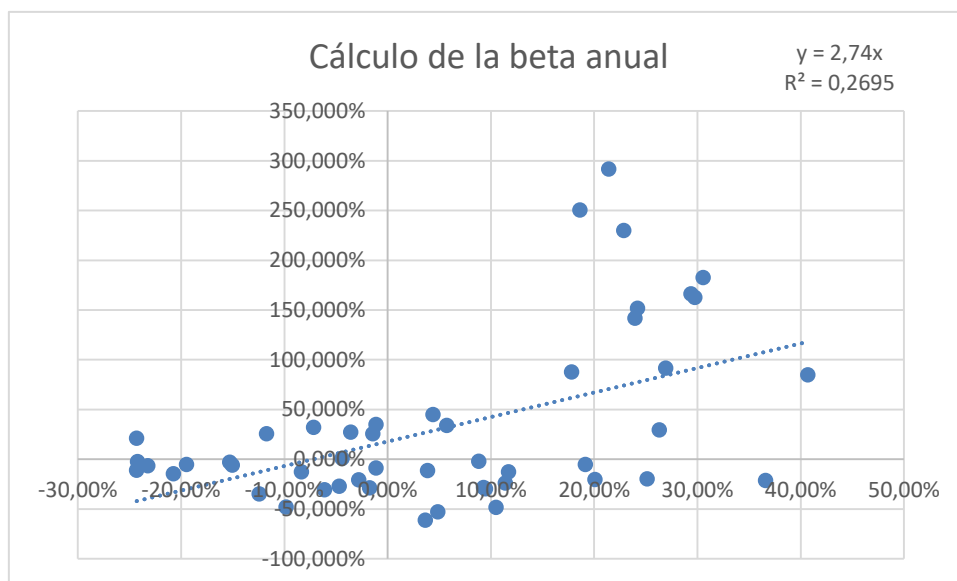
Fecha	Rentab anual IBEX 35	Rentab anual Inmob. del Sur	Rentab anual Inmob. Colonial	Rentab anual Quabit Inmob.	Rentab anual Renta Corp.
1 de sep de 2015	-8,34%	-12,952%	940,835%	-57,600%	22,156%
3 de ago de 2015	-15,03%	-5,997%	949,211%	2043,023%	28,614%
1 de jul de 2015	-23,20%	-6,924%	889,660%	1664,706%	25,38%
1 de jun de 2015	-24,20%	-2,754%	931,695%	1875,610%	-0,96
1 de may de 2015	-19,47%	-5,493%	1034,399%	1997,826%	
1 de abr de 2015	-20,72%	-14,928%	994,772%	1457,377%	
2 de mar de 2015	-24,29%	-11,231%	936,624%	1333,824%	
2 de feb de 2015	-24,31%	20,764%	816,030%	-66,087%	
2 de ene de 2015	-15,26%	-3,181%	-1,667%	3337,500%	
1 de dic de 2014	-7,15%	31,847%	17,367%	-16,667%	
3 de nov de 2014	-3,56%	26,935%	13,162%	-32,468%	
1 de oct de 2014	-1,12%	34,699%	19,929%	5,000%	
1 de sep de 2014	-11,69%	25,482%	11,072%	-13,793%	
1 de ago de 2014	-4,38%	0,559%	8,748%	-97,976%	
1 de jul de 2014	4,42%	44,517%	18,150%	-97,316%	
2 de jun de 2014	-1,41%	25,253%	8,419%	-98,495%	
2 de may de 2014	3,88%	-11,698%	1,626%	-98,454%	
1 de abr de 2014	8,85%	-2,354%	-8,657%	-98,094%	
3 de mar de 2014	11,42%	-24,242%	-39,578%	-98,029%	
3 de feb de 2014	10,52%	-48,659%	-28,578%	-21,233%	
2 de ene de 2014	4,87%	-52,978%	-3,442%	-98,915%	
2 de dic de 2013	3,66%	-61,490%	-6,002%	-49,153%	
1 de nov de 2013	9,49%	-29,905%	-15,865%	-41,221%	
1 de oct de 2013	5,75%	33,745%	-16,847%	-35,484%	
2 de sep de 2013	17,85%	87,556%	-6,709%	8,750%	
1 de ago de 2013	29,41%	165,816%	0,858%	66,667%	
1 de jul de 2013	26,96%	91,354%	-2,741%	65,217%	
3 de jun de 2013	40,72%	84,697%	2,761%	159,524%	
2 de may de 2013	29,78%	162,379%	10,209%	170,455%	
2 de abr de 2013	24,23%	151,395%	40,824%	172,340%	
1 de mar de 2013	30,56%	182,299%	138,827%	206,667%	
1 de feb de 2013	22,89%	229,545%	77,231%	186,275%	
2 de ene de 2013	18,63%	250,242%	-23,945%	107,018%	
3 de dic de 2012	21,42%	291,198%	-35,766%	156,522%	
1 de nov de 2012	23,98%	141,463%	-3,991%	235,897%	

1 de oct de 2012	26,33%	29,187%	-19,310%	158,333%
3 de sep de 2012	19,17%	-5,631%	-23,295%	35,593%
1 de ago de 2012	11,72%	-12,844%	-1,515%	10,870%
2 de jul de 2012	25,16%	-19,890%	8,162%	0,000%
1 de jun de 2012	9,30%	-28,706%	19,882%	-17,647%
2 de may de 2012	36,63%	-21,627%	-16,193%	-12,000%
2 de abr de 2012	20,08%	-20,583%	-30,519%	-11,321%
1 de mar de 2012	-1,10%	-8,892%	-49,744%	-13,462%
1 de feb de 2012	-2,78%	-20,893%	-50,949%	-33,766%
2 de ene de 2012	-1,73%	-28,977%	-20,412%	-38,043%
1 de dic de 2011	-4,66%	-27,290%	-28,821%	-43,210%
1 de nov de 2011	-6,09%	-30,816%	-47,460%	-61,000%
3 de oct de 2011	-12,42%	-35,202%	-51,929%	-56,757%
1 de sep de 2011	-9,81%	-48,360%	-53,684%	-53,906%

Tal y como se puede observar en la tabla 4, las rentabilidades obtenidas por las mercantiles Inmobiliaria Colonial, Quabit Inmobiliaria y Renta Corporación Real Estate, son muy dispares. Esto fue debido a la crisis del sector que atravesó España durante los años analizados, es por ello, que para un correcto cálculo y debido a que la situación de Inmobiliaria del Sur es la más parecida a la de ALFABEN, se van a utilizar únicamente las rentabilidades de esta mercantil para el cálculo de la beta.

Tras realizar los cálculos oportunos, se obtiene la figura 3 con el resultado de dicha ecuación:

Figura 3. Cálculo de la beta anual



Aplicando la fórmula (20), obtenemos que la Rentabilidad de los recursos propios es de 6,45%.

$$\text{Rentabilidad recursos propios} = 4,489\% + 2,74 * (5,204\% - 4,489\%) = 6,45\%$$

Una vez este cálculo realizado, ya se puede conocer el precio de las acciones si los dividendos fueran constantes, aplicando la fórmula (18):

$$V = \sum \frac{D}{(1 + \text{rentab recursos propios})^i} = \frac{D}{\text{rentabilidad recursos propios}}$$
$$= \frac{8.475.000}{\frac{6,45\%}{5.000.000}} = 26,28\text{€}$$

Siguiendo este método, las acciones de la mercantil ALFABEN tendrían un valor de 26,28 €.

Si bien, este es un método aceptado, cabe indicar que para establecer la rentabilidad exigida de los títulos, este es un método poco apropiado debido a que la beta presenta algunos problemas tales como, el cambio constante de un día para otro, dependiendo de los años escogidos para el calcula la beta será diferente o dependiendo del índice bursátil utilizado la beta tendrá un valor u otro.

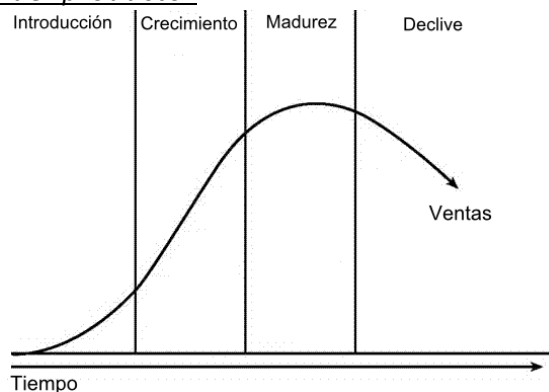
Por otro lado, pero siguiendo con el ratio Rentabilidad por Dividendo, se va a calcular el precio de la acción si los dividendos crecieran a una tasa constante, se va a emplear el Modelo Gordon Saphiro:

Para este modelo se calcula una tasa de crecimiento constante, que puede que no sea exactamente igual durante todos los años, pero que se mueve dentro de un margen, por lo que para poder realizar el cálculo se asume que esta es la tasa media a la que se va a enfrentar la compañía.

Este es un método adecuado para la valoración de empresas que se encuentran en la fase de madurez de su ciclo de vida y que tienen una posición estable en el mercado.

Tal y como se puede apreciar en el siguiente gráfico, el punto de madurez se corresponde con el punto álgido en ventas, situación por la que, actualmente, está atravesando la mercantil.

Figura 4. Ciclo de vida del producto.



Fuente: <http://gestion-calidad.com/ciclo-de-vida-del-producto>. Ciclo de vida del producto (28/09/2016)

Para este cálculo, se asume la misma tasa de crecimiento (g) calculada para el BDII/acción, que, como ya se ha comentado, ha sido calculada en base a los recursos propios que posee la mercantil:

$$\text{Tasa de crecimiento } (g) = ROE * (1 - \text{pay out}) = 0,027560976$$

Aplicando la fórmula que se detalla a continuación, obtendremos el valor de las acciones que estamos buscando:

MODELO GORDON-SAPHIRO

$$(22)V = D_0 * \frac{1+g}{r-g} = 235.695.844,62$$

$$V \text{ acción} = 47,14\text{€}$$

Aplicando la fórmula (22), se ha obtenido que el valor de las acciones de la mercantil ALFABEN es de 47,14 €.

Método basado en descuento de flujos de caja

Este modelo es el más indicado para la empresa ALFABEN, pues tal y como se indica en estudios económicos realizados, este método de análisis es el más adecuado para empresas que se encuentran en el punto de madurez del ciclo económico y que mantienen posiciones estables dentro del mercado. La empresa ALFABEN cumple estos

requisitos pues se constituyó a principios del año 2007 y ha ido experimentando todas las etapas del ciclo económico hasta posicionarse, en los últimos años, en la etapa madura de crecimiento.

No solo se trata del modelo más indicado para la mercantil ALFABEN, sino que este, es el método de valoración generalmente aceptado y el único método de valoración conceptualmente correcto.

Para el cálculo de este método es necesario seguir los siguientes pasos:

1. Cálculo de los recursos propios y de los recursos ajenos.

(23) **Coste ponderado de los Recursos Propios** = *Rentab Rec Prop* *

$$\left(\frac{\text{Neto Patrimonial}}{\text{Activo}} \right) = 6,45\% * \left(\frac{102.500,00}{150.000.000,00} \right) = 0,0441$$

(24) **Coste ponderado de los Recursos Ajenos** = *Coste deuda* *

$$(1 - \text{tipo impositivo}) * \left(\frac{\text{deuda total}}{\text{Activo}} \right) =$$

$$12\% * (1 - 30\%) * \left(\frac{47.500.000,00}{150.000.000,00} \right) = 0,0266$$

2. Cálculo del Coste Medio Ponderado de los capitales que utiliza la mercantil (*r*).

$$(25) r = \text{Recursos Propios} + \text{Recursos Ajenos} = 0,0441 + 0,0266 = 0,0707$$

3. Estimación de los flujos de caja de los próximos ejercicios a partir del balance y la cuenta de pérdidas y ganancias del presente año y cálculo del valor de las acciones:

$$(26) FC_0 = B^0 + \text{Amortización} - \text{Inversión en A Fijos}$$

$$FC_0 = 11.300.000,00 + 3.500.000,00 - 2.500.000,00 = 12.300.000,00$$

$$(27) FC_1 = FC_0 * (1 + \text{tasa de crecimiento})^1$$

$$FC_1 = 12.300.000,00 * (1 + 0,027561)^1 = 12.639.000,00$$

$$(28)FC_2 = FC_1 * (1 + \text{tasa de crecimiento})^2$$

$$FC_2 = 12.639.000,00 * (1 + 0,027561)^2 = 12.987.343,17$$

$$(29)FC_3 = FC_2 * (1 + \text{tasa de crecimiento})^3$$

$$FC_3 = 12.987.343,17 * (1 + 0,027561)^3 = 13.345.287,02$$

$$(30)FC_4 = FC_3 * (1 + \text{tasa de crecimiento})^4$$

$$FC_4 = 13.345.287,02 * (1 + 0,027561)^4 = 13.713.096,15$$

$$(31)V \text{ empresa año 4} = FC_4 * \frac{1+g}{r-g}$$

$$V \text{ empresa año 4} = 13.713.096,15 * \frac{1 + 0,027561}{0,0707 - 0,027561} = 326.783.543,73 \text{ €}$$

$$(32)\text{Valor empresa} = VAN = \frac{FC_1}{(1+\text{tasa de crecimiento})^1} + \frac{FC_2}{(1+\text{tasa de crecimiento})^2} + \frac{FC_3}{(1+\text{tasa de crecimiento})^3} + \frac{FC_4+V \text{ empresa año 4}}{(1+\text{tasa de crecimiento})^4} = 293.109.414,84$$

$$(33)\text{Valor acciones} = \text{Valor empresa} - \text{deuda total}$$

$$\text{Valor acción} = \frac{293.109.414,84 - 47.500.000,00}{5.000.000} = 49,12\text{€}$$

$$\text{Precio actual} = 49,12 * 10.000 = 491.200,00 \text{ €}$$

Siendo el precio de adquisición 123.500,00 € y los precios actuales entre los que se deberá elegir los que aparecen en la tabla 5, se observa que la empresa ALFABEN ha ido creciendo, tal y como se ha descrito en el apartado anterior y que realmente se encuentra en el punto de madurez de su vida económica.

Tabla 5. Resumen valores

	Valor acción	Valor total inversión
Método basado en el valor Patrimonial		
Valor Contable	20,50 €	205.000,00 €
VC ajustado	19,05 €	190.500,00 €
Valor liquidación	15,48 €	154.800,00 €
Método basado en Ratios Bursátiles		
Según el PER	2,23 €	22.270,00 €
Según CAPM	26,28 €	262.752,59 €
Según Gordon-Saphiro	47,14 €	471.391,69 €
Método basado en descuento de flujos de caja	49,12 €	491.218,83 €

Tras el análisis de todos los métodos, lo más conveniente después de estudiar tanto la teoría como la práctica de cada uno de ellos, sería elegir el valor obtenido mediante el modelo Gordon Saphiro, ya que es el más aceptado para la valoración de empresas, y consecuentemente de las acciones de las mismas, que se encuentran en una etapa del ciclo de vida como la de la mercantil que se está analizando (madurez).

Por tanto, el valor de mercado actual de la inversión en ALFABEN, para la liquidación de la concursada A, asciende a 471.391,69 €

Estos datos se pueden observar en el **ANEXO 2 Masa Activa**, donde se indica el valor de adquisición y el precio de mercado al que serán enajenadas las acciones para la liquidación de la concursada A.

5.2. Valoración de los bonos

5.2.1. Introducción

Los activos financieros de renta fija, que posee la Concursada A corresponden a dos empresas diferentes. Por un lado, la concursada posee bonos de la mercantil EROSKI, bonos que actualmente cotizan en el mercado secundario. Y, por otro lado, posee bonos de la mercantil ALFABEN, bonos que no han sido emitidos públicamente y por tanto no cotizan en el mercado. La valoración que se va a realizar a continuación será en base a estos dos tipos de bonos, con el objetivo de poder comparar los dos métodos de valoración que debemos aplicar a la hora de realizar el informe de experto independiente.

Los bonos son parte de un empréstito y pueden ser emitidos por cualquier entidad pública o privada. Por tanto, los bonos, u obligaciones, son títulos de renta fija, es decir, se conoce de antemano la renta que van a generar, y es el obligacionista el que decide si quiere vender antes de la fecha de amortización obteniendo así plusvalías o minusvalías por los bonos. Un obligacionista es un acreedor, lo que implica que tiene prioridad ante los socios en el caso de liquidación de la sociedad. Los bonos son parte de un empréstito y pueden ser emitidos por cualquier entidad pública o privada.

Según Gitman y Joehnk, (2009), los bonos son *“títulos de deuda a largo plazo que cotizan en Bolsa, a través de los cuales el emisor acepta pagar un monto estipulado de interés durante un periodo específico y reembolsar un monto fijo del principal a su vencimiento”*.

La principal diferencia entre bonos y acciones es, tal y como indica Suárez, A. (2005), *“Así como la acción representa una parte alícuota del capital social, la obligación representa una parte alícuota de una deuda”*.

En lo que respecta a la clasificación de los bonos, se puede realizar según: el horizonte temporal, es decir, si la amortización de los bonos se realizará a corto o largo plazo; el agente emisor encargado de la emisión de los bonos, es decir, si se trata de una entidad pública o privada; y el origen, nacionalidad o mercado donde se emiten estos bonos. A

continuación, se presenta la Tabla 6 donde se resumen algunos ejemplos de las clasificaciones que se acaban de describir:

Tabla 6. Clasificaciones de los bonos.

	DEUDA PÚBLICA NACIONAL	DEUDA PRIVADA NACIONAL	DEUDA PÚBLICA Y PRIVADA INTERNACIONAL
A CORTO PLAZO MERCADO MONETARIO < 18 MESES	-Letras del tesoro	-Pagarés de empresa	-Europagarés
A MEDIO Y LARGO PLAZO MERCADO DE CAPITAL >18 MESES	-Bonos del estado -Obligaciones del estado -Deuda autonómica y de otras AAPP	-Bonos y obligaciones privadas -Cédulas hipotecarias -Cédulas territoriales -Obligaciones convertibles en acciones	-Eurobonos

Fuente: elaboración propia a partir de los apuntes de D^a Natividad Guadalajara-UPV.

Por otro lado, en cuanto a clasificación, se pueden clasificar los bonos dependiendo del modo en que se va a percibir la renta. Existen las clases que se enumeran a continuación:

- Bono cupón cero, este tipo de bonos implica que se va a percibir la renta de una vez, es decir, no se va a ir cobrando intereses a lo largo de la vida del bono, sino que estos intereses se cobrarán junto con el principal al vencimiento. Suele aplicarse para bonos a corto plazo.
- Bono de interés periódico, en este tipo de bonos, existen unos intereses que se irán cobrando periódicamente. Posteriormente, a la fecha de vencimiento se cobrará el nominal del bono. Esta suele ser el tipo más común, siendo aplicable para bonos a largo plazo, en su mayoría.

En cualquiera de las dos clasificaciones el interés será conocido y constante hasta el vencimiento. Si bien, el precio en el mercado secundario y la rentabilidad no serán constantes, pues en ellos influirán los movimientos de interés del mercado y las expectativas del agente emisor de dichos bonos.

Por otro lado, en ambas clasificaciones, la fecha de vencimiento también será conocida de antemano.

En lo que respecta a ventajas e inconvenientes, existen dos ventajas más significativas. Por un lado, trata de operaciones sin riesgo, lo que significa que no hay posibilidad de pérdida, únicamente se obtendría el importe invertido y los intereses que se hubiesen

anunciado a la hora de la compra de los bonos. Y, la segunda, los bonos son buenos contribuyentes a la financiación de los Estados, por ejemplo, en España existen las Letras del Tesoro, mediante la emisión de las cuales el estado recauda fondos para su posterior inversión en los proyectos que cree conveniente.

En cuanto a los inconvenientes, se pueden definir dos inconvenientes más significativos. El primero, hace referencia a una posible burbuja de activos sin riesgo, lo que provocaría un aumento del precio de dichos activos y por tanto dejarían de ser tan rentables como se ha comentado. Y, en segundo lugar, la erosión de la rentabilidad de la banca, la cual a largo plazo podría desembocar en una grave crisis.

Por otro lado, en lo referente a los inconvenientes existen diferentes clases de riesgo a los que se enfrenta un inversor de renta fija. Estos riesgos son los que se enumeran a continuación:

Figura 5. Riesgos de la renta fija.



Fuente: elaboración propia a partir de Gitman y Joehnk (2009) Fundamentos de inversión.

Estos riesgos pueden ser clasificados en dos categorías, por un lado, los riesgos exógenos que son aquellos que vienen determinados por el contexto en el que se mueve el activo, y por otro lado los riesgos endógenos que son aquellos que afectan al propio instrumento de inversión.

En lo que respecta a los riesgos endógenos:

- **Riesgo de liquidez:** es el riesgo que corren los inversores de no recuperar el dinero que se ha abonado para la compra de los bonos, o que no pueda recuperar

la inversión con la rapidez deseada, esto es, que no puedan enajenar los bonos a un precio razonable si llegado un momento desean venderlo.

- **Riesgo de rescate:** este riesgo implica que los bonos adquiridos sean cancelados bastante antes de su fecha de vencimiento prevista. Cuando el emisor decide rescatar los bonos antes de la fecha de vencimiento, los inversores reciben el importe abonado antes de lo que esperaban y por ello deben buscar otra inversión que les genere rentabilidad.

- **Riesgo de insolvencia,** financiero o de crédito: este riesgo se refiere básicamente a que en un momento en concreto el emisor de los bonos no pueda hacer frente al pago de los intereses o del principal que había sido pactado.

Por otro lado, los riesgos exógenos, son los que se detallan a continuación:

- **Riesgo de inflación** o pérdida de poder adquisitivo: esto ocurre cuando la rentabilidad de los bonos es inferior a la tasa de inflación.

- **Riesgo de interés:** se refiere a la posibilidad de que las variaciones en los tipos de interés vigentes en la economía provoquen una disminución en el valor del bono.

- **Riesgo de vencimiento:** el efecto de una variación de tipos sobre el precio de un bono será mayor cuanto mayor sea la vida que le quede al bono para amortizarse.

- **Riesgo de cupón:** el efecto de una variación de tipos sobre el precio del bono será mayor cuanto menor sea el importe del cupón. Cuanta más frecuencia haya entre el pago de los cupones del bono adquirido, la volatilidad del precio del bono será menor.

- **Riesgo de reinversión:** Si los tipos de interés disminuyen, la rentabilidad de los bonos disminuirá también, debido a que la reinversión de los flujos financieros que genera el activo solo podrá hacerse a tipos más bajos.

5.2.2. Metodología de valoración de bonos.

Tras analizar todos estos puntos, se puede decir que los bonos que la concursada mantiene de EROSKI se corresponden con bonos privados de interés periódico. Tal y como indica el artículo 94 de la Ley Concursal, la valoración de este tipo de activos debe ser realizada por un experto independiente quien los valorarán a valor razonable, y en el caso de que coticen este valor razonable corresponderá con el valor medio ponderado de los precios del último trimestre antes de la declaración del concurso. Por ello, el valor razonable de estos bonos se calculará de la siguiente forma:

Para obtener los valores alcanzados cada día en el mercado secundario por cada una de las emisiones en circulación de estos bonos, se ha accedido a la página web de la AIAF (<http://www.aiaf.es/esp/asp/Portadas/Home.aspx>).

Por otro lado, tal y como se ha comentado al inicio de este apartado, la concursada posee bonos procedentes de la mercantil ALFABEN, bonos que, a diferencia de los bonos valorados en el punto anterior, no cotizan, por lo que se tendrán que aplicar los métodos de valoración necesarios para poder llegar a obtener el valor razonable de los mismos.

El precio de una obligación puede ser calculado en cualquier momento antes de su vencimiento. Este precio, será calculado como el Valor actual de los Pagos que se espera va a generar el activo, actualizados al tipo de interés medio de mercado para inversiones con el mismo horizonte temporal.

El mercado de bonos varía en función de los rendimientos exigidos por los inversores. No hay que confundir el rendimiento exigido por los inversores con el cupón que devengan los bonos, pues los rendimientos exigidos pueden variar mientras que el cupón que devengan los bonos es fijo, de ahí que se trate de un Activo Financiero de Renta Fija.

5.2.3. Resultados

VALORACIÓN DE LOS BONOS COTIZADOS

La información que proporciona la AIAF sobre las obligaciones emitidas por EROSKI se recoge en la Tabla 7:

Tabla 7. Información obligaciones EROSKI.

ISIN	ES0231429046
Tipo de Activo	OBLIGACIONES
Emisor	EROSKI
Fecha Emisión	01/02/2016
Fecha Vencimiento	01/02/2028
Nominal Unitario	13,75
Divisa	EUR

Banco de pagos	BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA S.A.	Último Precio	41,100
		Fecha Último Precio	18/05/2017
LIQUIDACIÓN		VOLUMEN	
Periodicidad Pago Cupón	Anual	Total Admitido	208.977.436
Ref. Cupón Variable	+E Euribor	Saldo en circulación	208.977.436
Plazo Referencia	12	Amortización final	01/02/2028
Margen/Moneda sobre referencia	3	Tipo amortización	Fija
Put/call	No / Si	Modalidad de interés	Variable
Próximo Put/Call	01/02/2021	Tipo Interés (actual)	2,90%
Tipo Precio	ExCupón		
Tipo Cotización	Precio		

En este punto, lo primero será calcular la Tasa de Rendimiento Interna que generan estos bonos si se compran en su emisión y se mantienen hasta su vencimiento. Esta tasa de rendimiento se calcula de la siguiente forma:

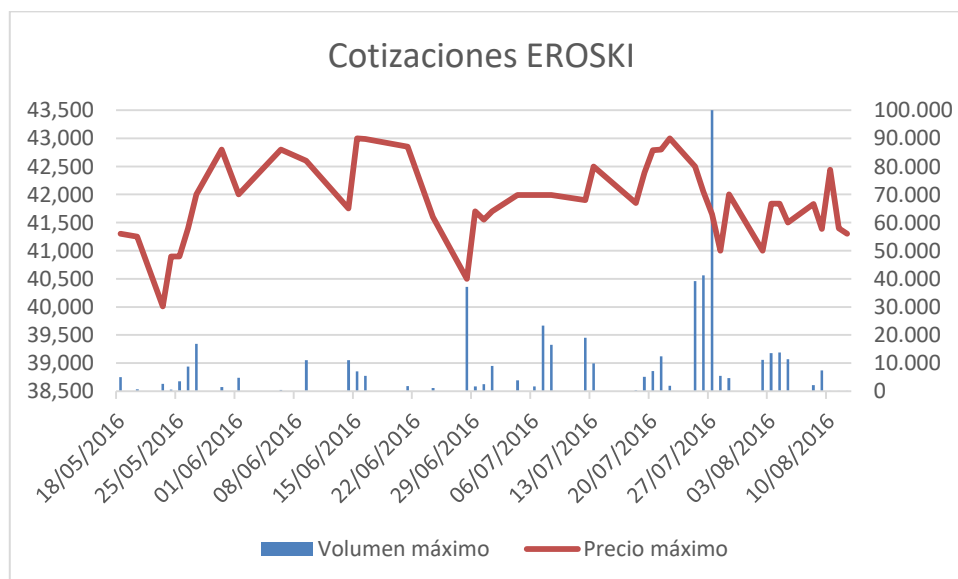
Tabla 8. Intereses

Fecha	Tipo	Porcentaje		
01/02/2016	Emisión	-100		
01/02/2017	Interés	3,03		
01/02/2018	Interés	2,9		
01/02/2019	Interés	0,12		
01/02/2020	Interés	0,12		
01/02/2021	Interés	0,12		
01/02/2022	Interés	0,12		
01/02/2023	Interés	0,12		
01/02/2024	Interés	0,12		
01/02/2025	Interés	0,12		
01/02/2026	Interés	0,12		
01/02/2027	Interés	0,12		
01/02/2028	Interés	0,12		
01/02/2028	Amortización	100	TIR NO PER	0,6083%

Para saber el valor razonable de las obligaciones que mantiene la concursada de la mercantil EROSKI, primero cabe mencionar que la concursada posee 200 obligaciones de esta mercantil y que las adquirió en la fecha de emisión, que fue el 1 de febrero de 2016.

Recordemos que la concursada entró en concurso de acreedores el 13 de agosto de este mismo año, por lo que los valores que vamos a utilizar serán los datos del último trimestre antes de que entrase en concurso, es decir, desde el 13 de mayo de 2016 hasta el 13 de agosto del mismo año. Estos datos son los que se muestran en el **ANEXO 5**.

Figura 6. Cotizaciones EROSKI.



Con estos datos se procede a calcular el precio medio ponderado de las obligaciones, en base al valor máximo, siguiendo la siguiente fórmula matemática:

$$PMP = \sum((A*B)/C)$$

A. Precio máx. de los bonos al final de cada día	Ver ANEXO 5
B. Nº máx. de bonos negociados cada día	Ver ANEXO 5
C. Total bonos negociados en todos los días del trimestre	483.839
PMP = $\sum((A*B)/C)$	41,83 €

El precio medio ponderado de las obligaciones asciende a 41,83 €, por lo que el valor total de los bonos que posee la concursada frente a EROSKI es de:

PMP	41,83 €
Total Bonos de EROSKI	200
Valoración de los bonos	8.365,69 €

Por tanto, el valor que se reflejará en el activo de la concursada como valor de mercado calculado por el experto independiente será de 8.365,69 €, y así se ve reflejado en la Masa Activa de la concursada que se adjunta a este trabajo como **ANEXO 2**.

VALORACIÓN DE BONOS NO COTIZADOS

En lo que respecta a la concursada cabe mencionar que posee 5 bonos de la mercantil ALFABEN, adquiridos a principios del año 2016. El precio de adquisición de cada bono fue de 3.000,00 € con un vencimiento a 4 años. En la Tabla 9 se muestra toda la información necesaria para el correcto cálculo del valor actual de los bonos. Recordamos que la fecha de declaración del concurso de acreedores de la Concursada A fue el 13 de agosto de 2016.

Tabla 9. Información bonos ALFABEN

INFORMACIÓN ALFABEN			
Nº bonos		5	
Precio adquisición/bono	3.000,00 €		
Valor nominal/bono	3.000,00 €		
Valor reembolso	110%	3.300,00 €	
Cupón anual	7%	210,00 €	
Interés medio de mercado para inversiones similares (obtenido de la web de la AIAF)	2,90% ¹		
Vencimiento	5 años		

Según esta información, se puede calcular el valor total de adquisición, el cual ascendió a 15.000,00 €.

$$(34) \text{Precio total adquisición} = 3.000,00 * 5 = 15.000,00\text{€}$$

Por otro lado, para el correcto cálculo del Valor Actual de la inversión se va a utilizar la siguiente fórmula:

$$(35) P_0 = \frac{I_1}{1+k} + \frac{I_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{I_n + P_n}{(1+k)^n}$$

Dónde:

I= se corresponde con los cupones que el bono genera al final de cada periodo.

N= se corresponde con el número de años de vida de los bonos hasta el vencimiento de los mismos.

K= se corresponde con el interés medio de mercado para inversiones similares.

Pn= se corresponde con la devolución del nominal de cada bono.

P0= se corresponde con el valor actual de cada bono.

¹ Valor obtenido de la página web de la AIAF para una inversión a 5 años con cupón anual.
<http://www.aiaf.es/asp/Comun/FichaEmision.aspx?r=SEND&i=ES0311843017>

Una vez definidos los parámetros, y aplicando la fórmula (35) se va a calcular el Valor Actual de los bonos para poder determinar el valor razonable y por tanto el valor de mercado de los mismos.

$$\begin{aligned} \text{Valor actual} &= \frac{210}{1 + 2,90\%} + \frac{210}{(1 + 2,90\%)^2} + \frac{210}{(1 + 2,90\%)^3} + \frac{210}{(1 + 2,90\%)^4} + \frac{210 + 3300}{(1 + 2,90\%)^5} \\ &= 3.852,93 \text{ €} \end{aligned}$$

De acuerdo con la fórmula (35) se obtiene el valor actual de cada uno de los bonos, por lo que para conocer el valor actual de toda la inversión, se debe multiplicar el anterior importe por el número de bonos que adquirió la concursada (5):

$$(36) \text{Valor actual inversión} = 3.852,93 * 5 = 19.264,64$$

Tal y como se desprende de la fórmula (36) se obtiene que el Valor Actual de la inversión es de 19.264,64 €.

Teniendo en cuenta que la concursada adquirió los bonos por 15.000,00 € se puede observar que el beneficio obtenido ha sido de 4.264,64 €.

$$(37) \text{Beneficio} = 19.264,64 - 15.000,00 = 4.264,64 \text{ €}$$

Todos estos datos, se recogen en el **ANEXO 2 MASA ACTIVA**, donde se encuentran todos los activos de los que dispone la mercantil para, en su caso, ser enajenados durante la Fase de Liquidación.

6. Conclusiones

En base al análisis de la Ley Concursal, así como de toda la normativa vista en las páginas anteriores, la principal conclusión a la que se llega es que para la correcta valoración de los activos financieros de una empresa en Concurso de Acreedores es necesario el exhaustivo estudio, por parte de un analista independiente, de los distintos métodos y modelos que se han visto para este fin, apoyándose en datos oficiales y teniendo una correcta formación para ser capaz de transmitir concisa y claramente los resultados obtenidos.

Tras el análisis de los mentados modelos y métodos, se puede concluir que dependiendo del método utilizado obtendremos diferentes valores, se observa de todo lo anterior que el intervalo de precios es de 15,48 € a 49,12 €. Es por todo esto que la valoración conlleva ciertos problemas.

Por otro lado, para el cálculo del valor de los bonos no cotizados, se debe actualizar el valor de dichos bonos con el interés medio de mercado para inversiones similares, es decir, inversiones que estén reconocidas en la AIAF para el mismo vencimiento y tipo de pago del cupón.

Con todo esto, se ha obtenido el resultado que se muestra en la tabla 10 para las inversiones en activos financieros que posee la Concursada A:

Tabla 10. Valores inversiones en activos financieros

	Valor adquisición	Valor de mercado	Beneficio
Valor acciones cotizadas ENAGAS	250.166,00 €	275.005,05 €	24.839,05 €
Valor acciones no cotizadas ALFABEN	123.500,00 €	471.391,69 €	347.891,69 €
Valor bonos cotizados EROSKI	2.750,00 €	8.365,69 €	5.615,69 €
Valor bonos no cotizados ALFABEN	15.000,00 €	19.264,64 €	4.264,64 €

7. Bibliografía

Fuentes en formato papel

Barrionuevo, F.J. (2014) Método de valoración de empresas. Ed. Fundación Novasoft.

Caballer, V. (2008). Métodos de valoración de empresas. Madrid: Editorial Pirámide.

Fernández, P. (2013) Valoración de empresas y sensatez. Universidad de Navarra, 3ª edición.

Gitman, L.J. y Joehnk, M.D. (2009). Fundamentos de inversión. Ed. Loma.

López, F.J. (2010) Bolsa. Mercados y técnicas de inversión. Editorial McGraw Hill e Interamericana de España, 2ª edición.

López, F.J. y De Luna, W. (2001) Valoración de empresas en la práctica. Editorial McGraw Hill e Interamericana de España.

Martínez, E. (1999). Invertir en Bolsa. Ed. McGraw-Hill.

Guadalajara, N. (2014) *Métodos de valoración Inmobiliaria*. Editorial Ediciones Mundi-Prensa.

Pulgar, J.; Duque, J.F., et al. *El concurso de acreedores*. Las Rozas, Madrid: La Ley, 2012.

Rivero, J. (1987) Análisis de estados financieros (un ensayo). Editorial Trivium, 2ª Edición.

Suárez, A. (2005) Decisiones óptimas de inversión y financiación en la empresa. Ed. Pirámide, 21ª edición.

Valls, M.C (2001) Métodos clásicos de valoración de empresas. Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa. Vol. 7 nº 3.

Valor, A. (2015) Análisis de los diferentes métodos de valoración financiera aplicados al caso de Ferrovial, S.A. Trabajo Final de Grado.

Wonnacott, P. y Wonnacott, R. (1984) Economía. Editorial Mc Graw Hill, 2ª edición.

FUENTES EN FORMATO DIGITAL

Agencia Estatal Boletín Oficial del Estado (10 julio 2003, actualización 2 octubre 2015) *Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal* [online] disponible en <<https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2003-13813>> [10 febrero 2017]

Agencia Estatal Boletín Oficial del Estado (septiembre 2004) *REAL DECRETO 1860/2004, de 6 de septiembre, por el que se establece el arancel de derechos de los administradores concursales.* [online] disponible en <<https://www.boe.es/boe/dias/2004/09/07/pdfs/A30608-30611.pdf>> [2 marzo de 2017]

Agencia Estatal Boletín Oficial del Estado (noviembre 2007) Plan General de Contabilidad [online] disponible en <<https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2007-19884>>

Banco de España (2017) *Informes públicos de interés general. Aplicación de agregados sectoriales.* [online] disponible en <http://www.bde.es/bde/es/areas/cenbal/Informes_publico/Para_el_publico_/Informes_public_7b8e32256714921.html> [12 agosto 2017]

Bolsas y Mercados Españoles (n.d) *GUÍA DE BUENAS PRÁCTICAS DE LAS ENTIDADES EMISORAS EN EL MERCADO ALTERNATIVO BURSÁTIL.* [online] disponible en <https://www.bolsasymercados.es/mab/docs/docsSubidos/Publicaciones/Guia_MaB_Buenas_pr%C3%A1cticas_EMISORES.pdf>

Derecho mercantil (25 febrero 2015) *Fase de liquidación del concurso.* [online] disponible en <<http://www.derechomercantil.info/2015/02/fase-liquidacion-concurso.html>> [31 marzo 2017]

Dictum Abogados. Rodríguez Maseda, J.C. (n.d) *APERTURA DE LA LIQUIDACIÓN*. [online] disponible en < <https://dictumabogados.com/files/2012/07/Apertura-liquidacion-enciclopedia-derecho-concursal.pdf> > [31 marzo 2017]

ECONOMIPEDIA. Peiró, A. (2015) *BETA* [online] disponible en < <http://economipedia.com/definiciones/beta-de-un-activo-financiero.html> > [14 abril 2017]

ENAGAS (2016) *PRESENTACIÓN* [online] disponible en < <http://www.enagas.es/enagas/es/QuienesSomos/Presentacion> > [14 abril 2017]

Gestión Tributaria Territorial (diciembre 2015) *Como se articula el concurso de acreedores*. [Online] disponible en <<https://boletinjuridico.gtt.es/como-se-articula-el-concurso-de-acreedores/>> [15 febrero de 2017]

Mercado Alternativo Bursátil (enero 2017) *IBEX MAB all share*[online] disponible en <[https://www.bolsasymercados.es/mab/esp/Indice/Ficha/IBEX MAB All Share ES0S00001149.aspx](https://www.bolsasymercados.es/mab/esp/Indice/Ficha/IBEX_MAB_All_Share_ES0S00001149.aspx)>

Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas (2017) *Normas Internacionales de Contabilidad* [online] disponible en < <http://www.icac.meh.es/Normativa/Contabilidad/Internacional/NormInterInfoFina.asp> >

International Valuation Standards (2017) *Market Value* [online] disponible en <<https://www.ivsc.org/standards/international-valuation-standards>>

Repositorio Institucional de la Universidad de Alicante. Nieto, B. (2011) *Una revisión de los principales modelos vigentes, sus posibles deficiencias y los nuevos avances y tendencias de la investigación. La valoración de activos*. [online] disponible en <https://rua.ua.es/dspace/bitstream/10045/34615/1/2011_Nieto_Bolsa.pdf> [13 febrero 2017]

Tesoro Público (2017) *Resultados de últimas subastas* [online] disponible en <<http://www.tesoro.es/deuda-publica/subastas/resultado-ultimas-subastas/letras-del-tesoro>> [11 agosto 2017]

Tesoro Público (2017) *Subastas 2001-2016* [online] disponible en <<http://www.tesoro.es/deuda-publica/historico-de-estadisticas/subastas-2001-2014>>

Universidad de Santiago de Compostela (2010) *Dirección financiera. Tema 4. Valoración de activos financieros.* [online] disponible en <<https://unavdocs.files.wordpress.com/2010/10/tema4.pdf>> [15 febrero de 2017]

Yahoo Finance (2017) *Inmobiliaria del Sur, S.A.* [online] disponible en <<https://es.finance.yahoo.com/quote/ISUR.MC/history?period1=1314828000&period2=1472680800&interval=1mo&filter=history&frequency=1mo>>

ANEXO 1. HONORARIOS DE LA ADMINISTRACIÓN CONCURSAL

PROPUESTA DE HONORARIOS PROFESIONALES QUE FORMULA LA ADMINISTRACIÓN CONCURSAL
EN APLICACIÓN DEL ARANCEL ESTABLECIDO EN EL RD 1860/2004, DE 6 DE SEPTIEMBRE.

ANEXO A) Porcentajes aplicables sobre activo

Activo hasta	Retribución	Resto de Activo	% Resto Activo
0,00 €	0,00 €	500.000,00 €	0,600
500.000,00 €	3.000,00 €	500.000,00 €	0,500
1.000.000,00 €	5.500,00 €	9.000.000,00 €	0,400
10.000.000,00 €	41.500,00 €	40.000.000,00 €	0,300
50.000.000,00 €	161.500,00 €	50.000.000,00 €	0,200
100.000.000,00 €	261.500,00 €	400.000.000,00 €	0,100
500.000.000,00 €	661.500,00 €	500.000.000,00 €	0,050
1.000.000.000,00 €	911.500,00 €	En adelante	0,025

Activo presentado por la concursada 3.970.970,50 €
Arancel sobre activo 17.383,88 €

ANEXO B) Porcentajes aplicables sobre pasivo

Activo hasta	Retribución	Resto de Pasivo	% Resto Pasivo
0,00 €	0,00 €	500.000,00 €	0,300
500.000,00 €	1.500,00 €	500.000,00 €	0,200
1.000.000,00 €	2.500,00 €	9.000.000,00 €	0,100
10.000.000,00 €	11.500,00 €	40.000.000,00 €	0,050
50.000.000,00 €	31.500,00 €	50.000.000,00 €	0,025
100.000.000,00 €	44.000,00 €	400.000.000,00 €	0,012
500.000.000,00 €	92.000,00 €	500.000.000,00 €	0,006
1.000.000.000,00 €	122.000,00 €	En adelante	0,003

Pasivo presentado por la concursada 1.594.222,76 €
Arancel sobre pasivo 3.094,22 €

TOTAL ARANCEL BASE (Art. 4,1 R.D. Aranceles) 20.478,10 €

FACTORES DE CORRECCIÓN	R.D. Aranceles	Propuestos
Art. 2.2. Adm. Conc. No profesional	-50%	
Art. 4.2. Suspensión facultades	50%	
Art. 4.5. Procedimiento abreviado 1 Adm. Conc.	+5 a 25 %	20%
Art. 5. Cese de actividad	-25%	
Art. 6.1.a) Discrepancia >25%	5%	
Art. 6.1.b) 1/4 valor + 10 mm M.Ac. Extranjero	5%	
Art. 6.1.c) nº acreedores + 1000	5%	
Art. 6.1.d) nº trabajadores + 250	5%	
Art. 6.1.e) Tramitación ERE + 50 trabajadores	5%	
Art. 6.1.f) nº establec. + 10 / +3 fuera prov.	5%	
Art. 6.1.g) con valores emitidos	5%	
Art. 6.1.h) entidad de crédito o seguros	5%	
Art. 7 Aprobación convenio anticipado	25%	

TOTAL FACTORES DE CORRECCIÓN PROPUESTOS 20%

RETRIBUCIÓN QUE SE PROPONE PARA LA FASE COMÚN 24.573,73 €

Explicación del ANEXO 1

FASE COMÚN

Los importes que se recogen de Masa Activa son los que resultan del inventario que la Administración Concursal ha presentado, tal y como se explicó en el punto 4-Sección 2ª de este trabajo.

En este ejemplo, vemos el total de Masa Activa ascendía a 3.970.970,50 €, por lo que siguiendo los porcentajes que se indican en el R.D. 1860/2004, obtenemos que hasta 1.000.000,00 € el importe acumulado de retribución asciende a 5.500,00 € y a los restantes 2.970.970,50 € se les aplica el 0,4%, lo cual asciende a 11.883,88 €. Por lo que el total de la retribución según la Masa Activa de la concursada asciende a 17.383,88 €.

Por otra parte, tenemos la Masa Pasiva, que siguiendo lo establecido en el R.D. 1860/2004, obtenemos que hasta el 1.000.000,00 € la retribución asciende a 2.500,00 € y al resto del pasivo, el cual es 594.222,76 €, se le aplica un porcentaje del 0,1%, lo cual nos ofrece un importe de 594,22 €.

Finalmente encontramos los factores de previsible complejidad del concurso, lo cual en nuestro caso vemos que el único factor que podría proceder de aplicación es el de procedimiento abreviado con un único Administrador Concursal, lo cual implica la aplicación de un arancel adicional del 20% sobre el total de aranceles aplicados sobre la Masa Activa y la Masa Pasiva. Por tanto, tal y como se observa en el Anexo 1, la retribución total de la Administración Concursal para la Fase Común de esta empresa sería de 24.573,73 €, una vez hecho el cálculo, se tiene que presentar un escrito ante el Juzgado encargado del procedimiento para que el Juez apruebe dichos honorarios.

Este importe podrá ser modificado, si al presentar el informe de la Administración Concursal tal y como indica el artículo 75 de la Ley Concursal, las Masas Activa y Pasiva de la concursada han cambiado. Si estas masas se han visto modificadas, los honorarios tendrán que ser calculados nuevamente y presentados ante el Juez que lleve el concurso para su aprobación.

FASE DE LIQUIDACIÓN

En lo que respecta a la fase de liquidación, los honorarios son más sencillos de calcular. Tal y como se indica en el R.D. 1860/2004, para la fase de liquidación se aplicará un porcentaje del 10% sobre el importe calculado para la fase común. Este porcentaje será aplicado para los 6 primeros meses de duración de la fase de liquidación, y a partir del séptimo mes de duración de esta fase, la retribución se reducirá al 5% sobre el importe calculado para la fase común.

ANEXO 2. MASA ACTIVA DE LA CONCURSADA

MASA ACTIVA			
	Valor Neto Contable	Valor determinado por A.C.	Diferencia valor
1.1. ACTIVO NO CORRIENTE	1.530.425,97	2.510.956,95	990.411,31
I. Inmovilizado Intangible	2.954,85	1.477,43	-1.477,42
II. Inmovilizado Material	249.617,46	134.865,92	-114.751,54
Instalaciones técnicas	1.098,73	549,37	-549,36
Otras instalaciones	202.801,53	101.400,78	-101.400,75
Mobiliario	3.288,54	1.644,28	-1.644,26
Equipos para proceso de información	2.121,92	1.060,97	-1.060,95
Elementos de transporte	29.149,71	24.632,00	-4.517,71
Otro inmovilizado material	11.157,03	5.578,52	-5.578,51
III. Inversiones inmobiliarias	610.149,80	1.334.179,00	724.029,20
V. Inversiones financieras a LP	667.703,86	1.040.434,60	382.611,07
Instrumentos de Patrimonio	373.666,00	746.396,74	372.730,74
Valores representativos de deuda	17.750,00	27.630,33	9.880,33
Otros Activos Financieros	294.037,86	294.037,86	0,00
1.2. ACTIVO CORRIENTE	1.256.059,12	1.222.122,58	-33.936,54
III. Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	940.758,32	940.758,32	0,00
Clientes	856.197,09	856.197,09	0,00
Otros créditos con las AAPP	84.561,23	84.561,23	0,00
V. Inversiones financieras a CP	284.850,39	250.913,85	-33.936,54
Créditos a empresas	90.190,41	90.190,41	0,00
Instrumentos de Patrimonio	33.936,54	0,00	-33.936,54
Otros Activos Financieros	160.723,44	160.723,44	0,00
VII. Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	30.450,41	30.450,41	0,00
MASA ACTIVA	2.786.485,09	3.733.079,53	956.474,77

ANEXO 2.1. ACTIVO NO CORRIENTE

Nº	Cuenta contable	Naturaleza	Valor de adquisición	Amortización	Valor contable	Valor de mercado	Registro	Régimen	Cargas
1	2060000003	Aplicaciones informáticas	1.000,00 €	135,15 €	864,85 €	432,43 €		Propiedad	Libre
2	2060000004	Aplicaciones informáticas	2.200,00 €	110,00 €	2.090,00 €	1.045,00 €		Propiedad	Libre
		Total aplicaciones informáticas	3.200,00 €	245,15 €	2.954,85 €	1.477,43 €			
		TOTAL INMOVILIZADO INMATERIAL	3.200,00 €	245,15 €	2.954,85 €	1.477,43 €			
3	2120000000	Instalaciones técnicas	2.309,91 €	1.211,18 €	1.098,73 €	549,37 €		Propiedad	Libre
4	2120000000	Instalaciones técnicas	1.794,83 €	1.794,83 €	- €	0,00 €		Propiedad	Libre
5	2120000000	Instalaciones técnicas	1.495,00 €	1.495,00 €	- €	0,00 €		Propiedad	Libre
		Total instalaciones técnicas	5.599,74 €	4.501,01 €	1.098,73 €	549,37 €			
6	2150000000	Otras instalaciones	5.385,86 €	1.512,07 €	3.873,79 €	1.936,90 €		Propiedad	Libre
7	2150000001	Otras instalaciones	27.473,53 €	8.242,15 €	19.231,38 €	9.615,69 €		Propiedad	Libre
8	2150000002	Otras instalaciones	213.359,30 €	131.602,65 €	81.756,65 €	40.878,33 €		Propiedad	Libre
9	2150000003	Otras instalaciones	255.591,82 €	157.652,11 €	97.939,71 €	48.969,86 €		Propiedad	Libre
		Total otras instalaciones	501.810,51 €	299.008,98 €	202.801,53 €	101.400,78 €			
10	2160000000	Mobiliario	425,64 €	227,73 €	197,91 €	98,96 €		Propiedad	Libre
11	2160000000	Mobiliario	555,00 €	275,72 €	279,28 €	139,64 €		Propiedad	Libre
12	2160000000	Mobiliario	108,00 €	28,44 €	79,56 €	39,78 €		Propiedad	Libre
13	2160000000	Mobiliario	1.768,00 €	1.209,73 €	558,27 €	279,14 €		Propiedad	Libre
14	2160000000	Mobiliario	1.551,70 €	746,20 €	805,50 €	402,75 €		Propiedad	Libre
15	2160000000	Mobiliario	2.571,75 €	1.236,77 €	1.334,98 €	667,49 €		Propiedad	Libre
16	2160000000	Mobiliario	63,56 €	30,52 €	33,04 €	16,52 €		Propiedad	Libre
		Total mobiliario	7.043,65 €	3.755,11 €	3.288,54 €	1.644,28 €			
17	2170000000	Equipos procesos información	413,08 €	284,33 €	128,75 €	64,38 €		Propiedad	Libre
18	2170000000	Equipos procesos información	524,92 €	361,24 €	163,68 €	81,84 €		Propiedad	Libre
19	2170000000	Equipos procesos información	1.552,23 €	1.068,66 €	483,57 €	241,79 €		Propiedad	Libre
20	2170000000	Equipos procesos información	5.000,00 €	3.750,08 €	1.249,92 €	624,96 €		Propiedad	Libre
21	2170000000	Equipos procesos información	384,00 €	288,00 €	96,00 €	48,00 €		Propiedad	Libre
		Total equipos proceso de información	7.874,23 €	5.752,31 €	2.121,92 €	1.060,97 €			
22	2180000001	Elementos de transporte	28.635,68 €	23.335,84 €	5.299,84 €	6.720,00 €		Propiedad	Libre
23	2180000002	Elementos de transporte	29.816,70 €	14.312,11 €	15.504,59 €	12.090,00 €		Propiedad	Libre
24	2180000003	Elementos de transporte	2.372,88 €	1.139,02 €	1.233,86 €	209,00 €		Propiedad	Libre
25	2180000004	Elementos de transporte	2.711,87 €	1.301,74 €	1.410,13 €	517,00 €		Propiedad	Libre
26	2180000005	Elementos de transporte	10.706,53 €	5.005,24 €	5.701,29 €	5.096,00 €		Propiedad	Libre
		Total elementos de transporte	74.243,66 €	45.093,95 €	29.149,71 €	24.632,00 €			
27	2190000000	Otro inmovilizado material	11.157,03 €	- €	11.157,03 €	5.578,52 €		Propiedad	Libre
		Total otro inmovilizado material	11.157,03 €	- €	11.157,03 €	5.578,52 €			
		TOTAL INMOVILIZADO MATERIAL	607.728,82 €	358.111,36 €	249.617,46 €	134.865,92 €			

ANEXO 2.1. ACTIVO NO CORRIENTE

Nº	Cuenta contable	Naturaleza	Valor de adquisición	Amortización	Valor contable	Valor de mercado	Registro	Régimen	Cargas
28		Inversiones en construcciones				258.522,00 €	39933	Propiedad	
29		Inversiones en construcciones				162.403,00 €	39934	Propiedad	
30	2200000001	Inversiones en construcciones				160.195,00 €	39935	Propiedad	
31	2210000001	Inversiones en construcciones	1.600.017,72 €	119.726,66 €	610.149,80 €	162.403,00 €	39936	Propiedad	
32	2310000001	Inversiones en construcciones				148.940,00 €	39937	Propiedad	
33		Inversiones en construcciones				231.516,00 €	39938	Propiedad	
34		Inversiones en construcciones				210.200,00 €	39939	Propiedad	
TOTAL INVERSIONES INMOBILIARIAS			1.600.017,72 €	119.726,66 €	610.149,80 €	1.334.179,00 €			
35	2500000001	Instrumentos de Patrimonio Acciones ENAGAS	250.166,00 €	- €	250.166,00 €	275.005,05 €		Propiedad	NOTA 1
36	2500000002	Instrumentos de Patrimonio Acciones ALFABEN	123.500,00 €	- €	123.500,00 €	471.391,69 €		Propiedad	
Total Instrumentos de Patrimonio			373.666,00 €	- €	373.666,00 €	746.396,74 €			
37	25100000001	Bonos EROSKI	2.750,00 €	- €	2.750,00 €	8.365,69 €		Propiedad	
38	25100000002	Bonos ALFABEN	15.000,00 €	- €	15.000,00 €	19.264,64 €		Propiedad	
Valores representativos de deuda			17.750,00 €	- €	17.750,00 €	27.630,33 €			
39	2600000001	Otros activos financieros	170.028,83 €	- €	170.028,83 €	170.028,83 €		Propiedad	Libre
40	2600000002	Otros activos financieros	1.420,00 €	- €	1.420,00 €	1.420,00 €		Propiedad	Libre
41	2600000003	Otros activos financieros	10.000,00 €	- €	10.000,00 €	10.000,00 €		Propiedad	Libre
42	2600000005	Otros activos financieros	1.663,11 €	- €	1.663,11 €	1.663,11 €		Propiedad	Libre
43	2600000006	Otros activos financieros	13.400,00 €	- €	13.400,00 €	13.400,00 €		Propiedad	Libre
44	2600000007	Otros activos financieros	23.110,09 €	- €	23.110,09 €	23.110,09 €		Propiedad	Libre
45	2600000008	Otros activos financieros	56,97 €	- €	56,97 €	56,97 €		Propiedad	Libre
46	2600000009	Otros activos financieros	20.000,00 €	- €	20.000,00 €	20.000,00 €		Propiedad	Libre
47	2600000010	Otros activos financieros	79,00 €	- €	79,00 €	79,00 €		Propiedad	Libre
48	2600000011	Otros activos financieros	47.829,86 €	- €	47.829,86 €	47.829,86 €		Propiedad	Libre
49	2600000014	Otros activos financieros	3.250,00 €	- €	3.250,00 €	3.250,00 €		Propiedad	Libre
50	2600000015	Otros activos financieros	3.200,00 €	- €	3.200,00 €	3.200,00 €		Propiedad	Libre
Total Otros Activos Financieros			294.037,86 €	- €	294.037,86 €	294.037,86 €			
TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS A LP			685.453,86 €	- €	685.453,86 €	1.068.064,93 €			
TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE			2.896.400,40 €	478.083,17 €	1.548.175,97 €	2.538.587,28 €			

NOTA 1 La variación en esta partida, ha sido debida a los cambios de cotización que han sufrido las acciones

ANEXO 2.2. ACTIVO CORRIENTE

Nº	Cuenta contable	Naturaleza	Valor de adquisición	Amortización	Valor Neto Contable	Valor de Mercado	Régimen	Cargas
51	4300000174	Clientes	3.081,59 €	-	3.081,59 €	3.081,59 €	Propiedad	Libre
52	4300000175	Clientes	812.063,63 €	-	812.063,63 €	812.063,63 €	Propiedad	Libre
53	4300000179	Clientes	302,50 €	-	302,50 €	302,50 €	Propiedad	Libre
54	4300000180	Clientes	2.334,57 €	-	2.334,57 €	2.334,57 €	Propiedad	Libre
55	4300000181	Clientes	13.124,58 €	-	13.124,58 €	13.124,58 €	Propiedad	Libre
56	4300000182	Clientes	4.499,61 €	-	4.499,61 €	4.499,61 €	Propiedad	Libre
57	4300000183	Clientes	3.763,50 €	-	3.763,50 €	3.763,50 €	Propiedad	Libre
58	4300000184	Clientes	17.027,11 €	-	17.027,11 €	17.027,11 €	Propiedad	Libre
		Total Clientes	856.197,09 €	- €	856.197,09 €	856.197,09 €		
59	4700002012	Hacienda Pública	1.636,64 €	-	1.636,64 €	1.636,64 €	Propiedad	Libre
60	4720000010	Hacienda Pública	6,41 €	-	6,41 €	6,41 €	Propiedad	Libre
61	4720000021	Hacienda Pública	74.846,47 €	-	74.846,47 €	74.846,47 €	Propiedad	Libre
62	4730000000	Hacienda Pública	8.062,19 €	-	8.062,19 €	8.062,19 €	Propiedad	Libre
63	4730000001	Hacienda Pública	9,52 €	-	9,52 €	9,52 €	Propiedad	Libre
		Total HP deudora	84.561,23 €	- €	84.561,23 €	84.561,23 €		
TOTAL CLIENTES Y OTROS DEUDORES			940.758,32 €	- €	940.758,32 €	940.758,32 €		
64	5130005001	Otras deudas con Eª Vinculadas	63.619,31 €	-	63.619,31 €	63.619,31 €	Propiedad	Libre
65	5130005002	Otras deudas con Eª Vinculadas	2.569,10 €	-	2.569,10 €	2.569,10 €	Propiedad	Libre
66	5320000001	Créditos a CP	24.002,00 €	-	24.002,00 €	24.002,00 €	Propiedad	Libre
		Total Créditos a Empresas	90.190,41 €	- €	90.190,41 €	90.190,41 €		
67	5400000000	Instrumentos de Patrimonio	33.936,54 €	-	33.936,54 €	-	Propiedad	Libre
		Total Instrumentos de Patrimonio	33.936,54 €	- €	33.936,54 €	- €		
68	5480000000	Imposiciones bancarias	40.000,00 €	-	40.000,00 €	40.000,00 €	Propiedad	Libre
69	5510000001	Cuenta con Socios	120.515,44 €	-	120.515,44 €	120.515,44 €	Propiedad	Libre
70	5650000000	Fianzas	208,00 €	-	208,00 €	208,00 €	Propiedad	Libre
		Total Otros Activos Financieros	160.723,44 €	- €	160.723,44 €	160.723,44 €		
TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS A CORTO PLAZO			284.850,39 €	- €	284.850,39 €	250.913,85 €		
70	5700000000	Caja	1.020,94 €	-	1.020,94 €	1.020,94 €	Propiedad	Libre
		Total Caja	1.020,94 €	- €	1.020,94 €	1.020,94 €		
72	5720000005	Bancos	225,00 €	-	225,00 €	225,00 €	Propiedad	Libre
73	5720000009	Bancos	29.004,47 €	-	29.004,47 €	29.004,47 €	Propiedad	Libre
74	5740000002	Bancos	200,00 €	-	200,00 €	200,00 €	Propiedad	Libre
		Total Bancos	29.429,47 €	- €	29.429,47 €	29.429,47 €		
TOTAL TESORERÍA			30.450,41 €	- €	30.450,41 €	30.450,41 €		
TOTAL ACTIVO CORRIENTE			1.256.059,12 €	- €	1.256.059,12 €	1.222.122,58 €		

ANEXO 3: MASA PASIVA DE LA CONCURSADA

MASA PASIVA

MASA PASIVA	1.541.622,90 €
Créditos con Privilegio Especial	834.799,61
Créditos con Privilegio General	179.796,05
Créditos Ordinarios	441.441,83
Créditos Subordinados	85.585,41
CONDICIONALES (art. 87.1 y 87.2 LC)	
CRÉDITOS CONTRA LA MASA	493,29 €

3.1. LISTADO DE ACREEDORES INCLUIDOS

- 3.1.1. ENTIDADES PÚBLICAS
- 3.1.2. ENTIDADES FINANCIERAS
- 3.1.3. MASA LABORAL

3.2. LISTADO DE CRÉDITOS EXCLUIDOS

3.3. LISTADO DE CRÉDITOS CONTRA LA MASA

3.1. LISTADO DE ACREEDORES INCLUIDOS

Nº	Nombre / Denominación	Demanda	SyS	Cuantía comunicada	Diferencia	Clase de Acreedor (Art. 95.4. de la L.C.)	Fecha	Vencido	Origen	Concepto	Litigio	Garantías	Comunica	Privilegio Especial	Privilegio General 91.1	Privilegio General 91.2	Privilegio General 91.4	Ordinario	Subordinado	TOTAL	Especial Reconocimiento	Fra. Rectificativa
1	IBERDROLA GENERACIÓN, S.A.U		459,80 €	- €	459,80 €	Comercial							Saldo Contable					459,80 €		459,80 €		
2	AGENCIA ESTATAL DE LA ADMINISTRACIÓN TRIBUTARIA		799.623,56 €	- €	799.623,56 €	Entidad Pública				Ver Anexo 2.1 de Entidades Públicas							179.796,05 €	179.796,05 €	85.285,41 €	444.877,51 €		
3	AGUAS DE VALENCIA	183,24 €	0,00 €	- €	- €	Comercial							Saldo Contable					0,00 €		- €		
4	ENDESA	12.100,00 €	0,00 €	- €	- €	Comercial							Saldo Contable					0,00 €		- €		
5	EL CORTE INGLÉS	284,57 €	0,00 €	- €	- €	Comercial							Saldo Contable					0,00 €		- €		
6	AYUNTAMIENTO DE BARCELONA		277,50 €	- €	277,50 €	Entidad Pública				Ver Anexo 2.1 de Entidades Públicas								- €	300,00 €	300,00 €		
7	BANCO POPULAR (Hipoteca)		831.491,26 €	- €	831.491,26 €	Entidad Financiera				Ver Anexo 2.2 de Entidades Financieras			834.799,61 €					43.848,65 €		878.648,26 €	Contingente Privilegiado Especial y Contingente Ordinario	
8	BANCO SANTANDER (Préstamo)		216.841,04 €	- €	216.841,04 €	Entidad Financiera				Ver Anexo 2.2 de Entidades Financieras								216.841,04 €		216.841,04 €		
9	TELEFONICA DE ESPAÑA, S.A	3.961,31 €	496,29 €	- €	496,29 €	Comercial							Saldo Contable					496,29 €		496,29 €		
10	VIVA AGUA SERVICE SPAIN, SA	105,99 €	0,00 €	- €	- €	Comercial							Saldo Contable					0,00 €		- €		
TOTAL		16.635,11 €	1.849.189,45 €	0,00 €	1.849.189,45 €								834.799,61 €	- €	- €	179.796,05 €	441.441,83 €	85.585,41 €	1.541.622,90 €			- €

3.1.1. ENTIDADES PÚBLICAS

A) Agencia Estatal Administración Tributaria

Causas	Origen	Comunicación acreedor		Reconocido A.C.		Vencimiento	Litigio	Garantía
		Importe	Clasificación	Importe	Clasificación			
IVA 4T 2015	50% Principal	94.207,56	Priv. Gral. 91.4 LC	94.207,56	Priv. Gral. 91.4 LC	Vencido	No instado	No
	50% Principal	94.207,56	Ordinario	94.207,56	Ordinario	Vencido	No instado	No
IVA 1T 2016	50% Principal	20.698,35	Priv. Gral. 91.4 LC	20.698,35	Priv. Gral. 91.4 LC	Vencido	No instado	No
	50% Principal	20.698,35	Ordinario	20.698,35	Ordinario	Vencido	No instado	No
IVA 2T 2016	50% Principal	64.428,26	Priv. Gral. 91.4 LC	64.428,26	Priv. Gral. 91.4 LC	Vencido	No instado	No
	50% Principal	64.428,26	Ordinario	64.428,26	Ordinario	Vencido	No instado	No
Recargos sobre autoliquidaciones 2T 2014		19.472,13	Subordinado	19.472,13	Subordinado	Vencido	No instado	No
Recargos sobre autoliquidaciones 4T 2014		12.180,76	Subordinado	12.180,76	Subordinado	Vencido	No instado	No
Impuesto de Actividades Económicas cuota Nacional 2016	50% Principal	461,89	Priv. Gral. 91.4 LC	461,89	Priv. Gral. 91.4 LC	Vencido	No instado	No
	50% Principal	461,89	Ordinario	461,89	Ordinario	Vencido	No instado	No
	Intereses de demora	9.058,47	Subordinado	9.058,47	Subordinado	Vencido	No instado	No
	Recargo Apremio	44.574,05	Subordinado	44.574,05	Subordinado	Vencido	No instado	No
TOTAL DEUDA CONCURSAL		444.877,51		444.877,51				

Comunicación y reconocimiento

Crédito comunicado y reconocido por la misma cuantía y clasificación.

<i>TOTAL PRIVILEGIO ESPECIAL RECONOCIDO</i>	0,00
<i>TOTAL PRIVILEGIO GENERAL 91.2. RECONOCIDO</i>	0,00
<i>TOTAL PRIVILEGIO GENERAL 91.4. RECONOCIDO</i>	179.796,05
<i>TOTAL ORDINARIO RECONOCIDO</i>	179.796,05
<i>TOTAL SUBORDINADO RECONOCIDO</i>	85.285,41
<i>TOTAL CRÉDITO RECONOCIDO</i>	444.877,51

3.1.1. ENTIDADES PÚBLICAS

B)Ayuntamiento de Barcelona

Causas	Origen	Comunicación acreedor		Reconocido A.C.			Litigio	Garantía
		Importe	Clasificación	Importe	Clasificación	Vencimiento		
Multas	Tráfico	300,00	Subordinado	300,00	Subordinado	Vencido	No instado	No
TOTAL DEUDA CONCURSAL								

Comunicación y reconocimiento

Crédito comunicado y reconocido por la misma cuantía y clasificación.

<i>TOTAL PRIVILEGIO ESPECIAL RECONOCIDO</i>	0,00
<i>TOTAL PRIVILEGIO GENERAL 91.2. RECONOCIDO</i>	0,00
<i>TOTAL PRIVILEGIO GENERAL 91.4. RECONOCIDO</i>	0,00
<i>TOTAL ORDINARIO RECONOCIDO</i>	0,00
<i>TOTAL SUBORDINADO RECONOCIDO</i>	300,00
<i>TOTAL CRÉDITO RECONOCIDO</i>	300,00

3.1.2. ENTIDADES FINANCIERAS

A) BANCO POPULAR ESPAÑOL, S.A.

Causas	Origen	Comunicación acreedor		Reconocido A.C.		Vencimiento	Litigio	Garantía
		Importe	Clasificación	Importe	Clasificación			
Préstamo	Capital pendiente	831.335,72	Priv. Especial	831.335,72	Priv. Especial	Vencido	No instado	No
	Intereses ordinarios	3.463,89	Priv. Especial	3.463,89	Priv. Especial	Vencido	No instado	No
Aval	Principal	27.183,25	Ordinario	27.183,25	Ordinario	Vencido	No instado	No
Aval	Principal	40.000,00	Contingente Ordinario	0,00	Contingente Priv. Especial	No vencido	No instado	No
Aval	Principal	90.966,00	Contingente Ordinario	0,00	Contingente Priv. Especial y Contingente Ordinario	No vencido	No instado	No
Aval	Principal	3.159,00	Contingente Ordinario	0,00	Contingente Priv. Especial y Contingente Ordinario	No vencido	No instado	No
Linea avales frente a la AEAT.	Principal	153.000,00	Contingente Ordinario	0,00	Contingente Ordinario	No vencido	No instado	No
Linea avales frente a la AEAT.	Principal	265.857,75	Contingente Ordinario	0,00	Contingente Ordinario	No vencido	No instado	No
Aval	Principal	100.000,00	Contingente Ordinario	0,00	Contingente Ordinario	No vencido	No instado	No
Aval Leasing	Principal	16.665,40	Ordinario	16.665,40	Ordinario	No vencido	No instado	No
TOTAL DEUDA CONCURSAL		1.531.631,01		878.648,26				

Comunicación y reconocimiento

<i>TOTAL PRIVILEGIO ESPECIAL RECONOCIDO</i>	834.799,61
<i>TOTAL PRIVILEGIO GENERAL RECONOCIDO</i>	0,00
<i>TOTAL ORDINARIO RECONOCIDO</i>	43.848,65
<i>TOTAL SUBORDINADO RECONOCIDO</i>	0,00
<i>TOTAL CRÉDITO RECONOCIDO</i>	878.648,26

B) BANCO SANTANDER, S.A.

Causas	Origen	Comunicación acreedor		Reconocido A.C.		Vencimiento	Litigio	Garantía
		Importe	Clasificación	Importe	Clasificación			
Préstamo con garantía hipotecaria	Principal pendiente	214.344,91	Ordinario	214.344,91	Ordinario	Vencido	No instado	No
TOTAL DEUDA CONCURSAL		214.344,91		214.344,91				

Comunicación y reconocimiento

<i>TOTAL PRIVILEGIO ESPECIAL RECONOCIDO</i>	0,00
<i>TOTAL PRIVILEGIO GENERAL RECONOCIDO</i>	0,00
<i>TOTAL ORDINARIO RECONOCIDO</i>	214.344,91
<i>TOTAL SUBORDINADO RECONOCIDO</i>	0,00
<i>TOTAL CRÉDITO RECONOCIDO</i>	214.344,91

3.1.3. MASA LABORAL

No existe deuda concursal frente a los trabajadores

3.2. LISTADO DE CRÉDITOS EXCLUIDOS

Acreedor/Proveedor	Importe	Causa de exclusión
AIGÜES DE GIRONA, SALT 1 SARR.	183,24 €	Créditos incluidos en el listado de masa pasiva adjunto a la demanda de solicitud de concurso que presentan saldo nulo en la contabilidad a fecha de declaración del concurso.
AQUA MARINA BCN HOSTELERIA S.L.	12.100,00 €	
ASCENSORS GIRONA, SA	284,57 €	
AYUNTAMIENTO DE GIRONA	250,32 €	
EXTINTORS GIROFOC, S.L.	269,83 €	

3.3. LISTADO DE CRÉDITOS CONTRA LA MASA

ACREEDOR	CONCEPTO	FECHA DEVENGO	FECHA VENCIMIENTO	IMPORTE
TELEFONICA DE ESPAÑA,S.A	TA5ES163060	04/08/2016	10/08/2016	106,83 €
TELEFONICA DE ESPAÑA,S.A	TA5ET0160330	04/09/2016	10/09/2016	90,50 €
KAOS REDES IP,S.A	KR-6758	21/09/2016	21/09/2016	31,34 €
KAOS REDES IP,S.A	KR-7829	16/09/2016	20/10/2016	31,34 €
ENDESA ENERGIA, S.A. UNIPERSONAL	PM5601N2229802	21/10/2016	28/10/2016	198,98 €
VIVA AQUA SERVICE SPAIN, SA	B205423	06/10/2016	20/11/2016	34,30 €
TOTAL				493,29 €

ANEXO 4. VALORES DE COTIZACIÓN MERCANTIL ENAGAS

Fecha	Último	Apertura	Máximo	Mínimo	Volumen
02/05/2016	25,267	25,205	25,390	25,077	447.528
03/05/2016	25,224	25,300	25,385	24,977	880.769
04/05/2016	25,134	25,281	25,399	25,005	843.364
05/05/2016	25,276	25,134	25,461	25,134	582.546
06/05/2016	25,267	25,186	25,423	25,143	463.122
09/05/2016	25,324	25,371	25,509	25,262	506.199
10/05/2016	25,485	25,575	25,732	25,390	682.716
11/05/2016	24,991	25,404	25,438	24,948	565.573
12/05/2016	25,248	25,001	25,376	24,939	699.706
13/05/2016	25,537	25,238	25,542	25,138	599.800
16/05/2016	25,281	25,466	25,466	25,186	315.598
17/05/2016	25,238	25,357	25,495	25,157	516.900
18/05/2016	25,176	25,134	25,200	24,996	575.042
19/05/2016	24,944	25,072	25,072	24,716	893.075
20/05/2016	25,461	25,119	25,537	25,067	800.834
23/05/2016	25,466	25,404	25,537	25,262	559.903
24/05/2016	25,760	25,438	25,760	25,324	857.116
25/05/2016	25,637	25,860	25,874	25,466	881.235
26/05/2016	25,642	25,661	25,836	25,556	648.574
27/05/2016	25,841	25,689	25,841	25,589	648.979
30/05/2016	25,927	25,898	25,965	25,784	277.312
31/05/2016	25,585	25,889	25,955	25,585	1.370.728
01/06/2016	25,229	25,637	25,765	25,224	871.789
02/06/2016	25,167	25,271	25,357	25,167	616.906
03/06/2016	25,229	25,214	25,461	25,129	707.271
06/06/2016	25,305	25,290	25,561	25,157	609.205
07/06/2016	25,946	25,433	25,946	25,376	999.213
08/06/2016	26,306	25,931	26,306	25,879	921.929
09/06/2016	26,159	26,221	26,340	26,102	993.396
10/06/2016	25,594	26,045	26,102	25,495	1.193.359
13/06/2016	25,167	25,404	25,556	25,167	755.030
14/06/2016	24,834	25,086	25,172	24,834	1.036.730
15/06/2016	24,692	24,787	25,143	24,616	1.283.865
16/06/2016	24,635	24,493	24,806	24,312	1.122.052
17/06/2016	24,683	24,692	24,963	24,626	1.699.396
20/06/2016	25,399	25,262	25,471	24,986	1.055.868
21/06/2016	25,518	25,399	25,580	25,243	774.625
22/06/2016	25,495	25,542	25,599	25,281	732.271
23/06/2016	25,404	25,476	25,713	25,167	863.376

24/06/2016	23,847	22,821	25,357	21,852	2.333.385
27/06/2016	24,550	25,110	25,110	24,426	2.356.087
28/06/2016	25,324	24,963	25,689	24,910	1.193.715
29/06/2016	26,349	25,632	26,349	25,547	1.400.806
30/06/2016	26,693	26,723	26,767	25,750	2.177.086
01/07/2016	26,908	26,816	26,987	26,420	1.204.062
04/07/2016	27,084	26,904	27,172	26,835	788.427
05/07/2016	26,816	26,786	27,026	26,547	1.113.171
06/07/2016	26,395	26,679	26,943	26,297	1.024.459
07/07/2016	26,380	26,620	26,732	26,366	949.999
08/07/2016	26,410	26,341	26,473	26,107	871.667
11/07/2016	26,473	26,576	26,640	26,351	839.660
12/07/2016	26,410	26,537	26,640	26,297	1.016.414
13/07/2016	26,493	26,366	26,522	26,293	881.909
14/07/2016	26,434	26,620	26,728	26,293	835.436
15/07/2016	26,429	26,410	26,512	26,268	672.423
18/07/2016	26,390	26,493	26,493	26,234	524.515
19/07/2016	26,337	26,405	26,483	25,945	800.787
20/07/2016	26,503	26,498	26,605	26,356	686.758
21/07/2016	26,512	26,610	26,630	26,380	891.075
22/07/2016	26,679	26,688	26,845	26,527	675.544
25/07/2016	26,630	26,742	26,767	26,517	545.443
26/07/2016	26,713	26,688	26,752	26,556	719.961
27/07/2016	26,703	26,776	26,835	26,605	672.197
28/07/2016	26,488	26,493	26,625	26,395	983.077
29/07/2016	26,659	26,522	26,669	26,429	1.070.717

ANEXO 5. COTIZACIONES BONOS EROSKI

Fecha	Precio Máximo	Vol. Max.
18/05/2016	41,300	5.005
20/05/2016	41,250	688
23/05/2016	40,008	2.571
24/05/2016	40,900	619
25/05/2016	40,900	3.506
26/05/2016	41,398	8.800
27/05/2016	42,000	16.899
30/05/2016	42,800	1.430
01/06/2016	42,000	4.785
06/06/2016	42,800	440
09/06/2016	42,600	11.000
14/06/2016	41,750	11.000
15/06/2016	43,000	7.095
16/06/2016	42,990	5.500
21/06/2016	42,850	1.788
24/06/2016	41,600	1.169
28/06/2016	40,500	37.125
29/06/2016	41,700	1.678
30/06/2016	41,550	2.461
01/07/2016	41,700	8.938
04/07/2016	41,991	3.850
06/07/2016	41,990	1.719
07/07/2016	41,990	23.306
08/07/2016	41,989	16.500
12/07/2016	41,900	19.058
13/07/2016	42,499	9.873
18/07/2016	41,850	289
19/07/2016	42,390	5.074
20/07/2016	42,790	7.164
21/07/2016	42,800	12.430

22/07/2016	42,998	1.911
25/07/2016	42,500	39.215
26/07/2016	42,050	41.250
27/07/2016	41,650	99.990
28/07/2016	41,000	5.500
29/07/2016	42,000	4.675
02/08/2016	41,001	11.151
03/08/2016	41,840	13.516
04/08/2016	41,840	13.750
05/08/2016	41,500	11.371
08/08/2016	41,830	2.200
09/08/2016	41,390	7.425
10/08/2016	42,440	14
11/08/2016	41,400	83
12/08/2016	41,300	28
