

## RESUMEN

La Comisión Europea considera que las pymes y el emprendimiento en general, son la clave para asegurar el crecimiento económico, la innovación, la creación de trabajo, y la integración social en la Unión Europea. En este sentido, las fusiones y adquisiciones son una estrategia popular de crecimiento desde hace largo tiempo y son comunes a muchos sectores, entre ellos el sector agroalimentario, tanto en grandes como en pequeñas empresas. Existen diversas razones que justifican las operaciones de fusión y adquisición de empresas como el aumento de la dimensión crítica, la adquisición de recursos complementarios, la reducción de los costes de transacción al acceder a nuevos mercados, así como la creciente interdependencia entre las organizaciones. El sector agroalimentario está principalmente formado por pequeñas y medianas empresas, las cuales se caracterizan por hallarse en entornos de poca información en comparación con las grandes compañías. En este contexto, los procesos de valoración son imprescindibles, pero como consecuencia de la mencionada falta de información, la valoración de las pymes agroalimentarias es un proceso complejo. El objetivo principal de esta investigación es contribuir a la mejora de la información del proceso valorativo de pequeñas y medianas empresas en el sector agroalimentario.

El proceso metodológico, común a toda la investigación, ha consistido en realizar una valoración masiva de empresas agroalimentarias mediante modelos fundamentales; a partir de la cual se obtienen diferentes múltiplos fundamentales de valoración, para finalmente contrastar estadísticamente la existencia de diferencias significativas entre múltiplos fundamentales y múltiplos bursátiles.

La consecución del objetivo se desarrolla en tres partes.

En primer lugar, se aplican diversos modelos de valoración fundamental (cuatro modelos de descuento de flujos de caja y tres variantes del modelo de Ohlson) a las empresas agroalimentarias cotizadas en mercados secundarios europeos en el período 2002-2013, para contrastar si los múltiplos obtenidos a partir de valores fundamentales difieren significativamente de los múltiplos bursátiles, y determinar, así, si estos modelos podrían ser empleados en la

valoración de pymes. Dado que los múltiplos no se distribuyen normalmente, se emplean contrastes estadísticos de naturaleza no paramétrica que muestran que entre un 40% y un 60% de las veces los múltiplos fundamentales no difieren de los múltiplos bursátiles.

En segundo lugar, se investiga la incidencia de dos parámetros clave en la valoración de empresas agroalimentarias por descuento de flujos de caja libres: la estructura de capital y el coste de los recursos propios. Como fuente de información principal se toma de nuevo el mercado bursátil de empresas agroalimentarias europeas desde 2002 a 2013. Mediante dos tipos de enfoques, empleando técnicas de remuestreo, bootstrap, se han contrastado estadísticamente las distribuciones empíricas medias de los múltiplos fundamentales con las distribuciones empíricas medias de los múltiplos bursátiles. Se han podido determinar los sesgos introducidos por los cambios en el modelo de valoración fundamental. El uso de la rentabilidad financiera sectorial como coste de capital implica infravaloración, mientras que el uso del modelo CAPM (Capital Asset Pricing Model) genera una ligera sobrevaloración si se utiliza una beta sectorial, pero induce hacia una infravaloración si se utiliza una beta total. Los cambios realizados en la estructura de capital muestran muy poca influencia en los múltiplos de valor.

Finalmente, el estudio determina si los múltiplos bursátiles de empresas agroalimentarias cotizadas en los mercados europeos pueden ser de utilidad para valorar pymes agroalimentarias españolas. El período de estudio comprende desde 2010 hasta 2013. Mediante dos modelos de valoración por flujos de caja libres descontados, combinando con técnicas bootstrap, se ha obtenido una distribución empírica de los múltiplos de la pyme agroalimentaria media para tres diferentes hipótesis de crecimiento de los flujos de caja. Los resultados muestran que el ratio PER no es adecuado para la toma de decisiones en procesos de valoración de pymes agroalimentarias, mientras que el múltiplo EV/EBITDA puede ser utilizado en procesos de valoración de pymes agroalimentarias que presenten de manera consistente en el tiempo flujos de caja positivos.

La investigación muestra que los múltiplos de valoración de las empresas agroalimentarias cotizadas, como un reflejo del valor fundamental de las compañías, guardan relación con los

múltiplos de valoración de pymes agroalimentarias obtenidos mediante modelos de valoración fundamentales.