

Fusiones y Adquisiciones en la práctica

José Nicolás Marín Ximénez
Werner Ketelhöhn Escobar

Edición
2011

FUSIONES Y ADQUISICIONES EN LA PRÁCTICA

JOSÉ NICOLÁS MARÍN XIMÉNEZ
WERNER KETELHÖHN ESCOBAR



Australia • Brasil • Corea • España • Estados Unidos • Japón • México • Reino Unido • Singapur

**Fusiones y adquisiciones
en la práctica**

José Nicolás Marín Ximénez y
Werner Ketelhöhn Escobar

**Presidente de Cengage Learning
Latinoamérica:**

Javier M. Arellano Gutiérrez

**Director General México y
Centroamérica:**

Héctor Enrique Galindo Iturribarría

Director editorial Latinoamérica:

José Tomás Pérez Bonilla

Director Editorial:

Lilia Moreno Olvera

Editor senior:

Javier Reyes Martínez

Coordinador de pre prensa:

Alejandro Gómez Ruiz

Editora de producción:

Abril Vega Orozco

Director de producción:

Raúl D. Zendejas Espejel

Supervisor de manufactura:

Israel Robles Martínez

Diseño de portada:

Abril Vega Orozco

Composición tipográfica:

EDITEC S.A. de C.V.

© D.R. 2008 por Cengage Learning Editores, S.A. de C.V., una Compañía de Cengage Learning, Inc. Corporativo Santa Fe Av. Santa Fe, núm. 505, piso 12 Col. Cruz Manca, Santa Fe C.P. 05349, México, D.F. Cengage Learning™ es una marca registrada usada bajo permiso.

DERECHOS RESERVADOS. Ninguna parte de este trabajo amparado por la Ley Federal del Derecho de Autor, podrá ser reproducido, transmitido, almacenado o utilizado en cualquier forma o por cualquier medio, ya sea gráfico, electrónico o mecánico, incluyendo, pero sin limitarse a lo siguiente: fotocopiado, reproducción, escaneo, digitalización, grabación en audio, distribución en Internet, distribución en redes de información o almacenamiento y recopilación en sistemas de información a excepción de lo permitido en el Capítulo III, Artículo 27 de la Ley Federal del Derecho de Autor, sin el consentimiento por escrito de la Editorial.

ISBN-13: 978-607-481-665-5

Visite nuestro sitio en:
<http://latinoamerica.cengage.com>

CONTENIDO

<i>Capítulo 1</i>	DEFINICIONES Y MARCO CONCEPTUAL	1
	Definiciones	1
	Fundamentos del proceso	3
	Una fusión problemática. Factores claves de éxito	5
	Marco conceptual. Ejemplificación del proceso	9
<i>Capítulo 2</i>	ACOPLAMIENTO ESTRATÉGICO	15
	Crecimiento y sinergias	15
	Concepto de estrategia y acoples estratégicos	20
	Crecimiento por medio de fusiones y adquisiciones	24
	Las sinergias son riqueza nueva	25
<i>Capítulo 3</i>	VALORACIÓN DE EMPRESAS	29
	Introducción	29
	Métodos de valoración	31
	Métodos basados en múltiplos	32
	Métodos de flujos de efectivo descontados	36
	Método del inversionista del capital de riesgo (Venture capital)	46
	Método de ingreso residual (Contable)	48
	Valoraciones, fusiones y adquisiciones	50
	Estudio de un caso	51
<i>Capítulo 4</i>	LA NEGOCIACIÓN DE FUSIONES	55
	Introducción	55
	Negociación típica	56
	Caso práctico	58
	Regateo genérico	61
	Área de traslape	64
	Negociaciones distributivas unidimensionales	66
	División de sinergias	68
	Argumentos concernientes a la repartición equitativa	74
	Epílogo del caso	75

	Trabajo en equipo	75
	Fuentes de poder	76
<i>Capítulo 5</i>	ETAPAS FINALES DEL PROCESO	79
	Financiamiento de la transacción	79
	Oferta formal de compra o term sheet	80
	Perfeccionamiento de la oferta. Debida diligencia	84
<i>Capítulo 6</i>	TENDENCIAS, ESTUDIOS Y CONCLUSIONES	93
	Tendencias	93
	Revisión de la literatura	104
	Determinantes del éxito en las fusiones y adquisiciones	105
	Conclusiones	109
<i>Casos</i>	NOTA A LOS CASOS	111
<i>Caso 1</i>	PRODUCTOS CLARKE S.A.	115
<i>Caso 2</i>	CERVECERÍA NACIONAL S.A.	121
<i>Caso 3</i>	INVERSIONES FINANCIERAS BANCO SAL	153
<i>Caso 4</i>	GRUPO BANISTMO	181
<i>Caso 5</i>	GRUPO ELECTRICIDAD DE CARACAS	193
	BIBLIOGRAFÍA	223

••• Capítulo 1 •••

DEFINICIONES Y MARCO CONCEPTUAL

- ♦ **Definiciones**
- ♦ **Fundamentos del proceso**
- ♦ **Una fusión problemática. Factores claves de éxito**
- ♦ **Marco conceptual. Ejemplificación del proceso**

DEFINICIONES —————•

La banca de inversión y los expertos financieros definen **fusión** como la integración de dos o más empresas que da origen a una nueva entidad económica y legal. La **adquisición** es la operación que resulta de la compra y el control de una empresa por parte de otra que se asume como compradora. La literatura financiera y los expertos utilizan a menudo los términos de manera indistinta. Sin embargo, a pesar de sus diferencias, desde nuestra perspectiva financiera práctica los autores utilizaremos los términos asumiendo que tienen el mismo significado.

Existen diferentes tipos de fusiones y adquisiciones, pero se les puede clasificar, por lo general, en tres categorías:

1. La primera la conforman las **fusiones horizontales**, aquellas que combinan dos empresas en la misma industria y, en ocasiones, hasta en la misma línea de negocios. Se les conoce también como fusiones de empresas en actividades relacionadas. Este tipo de fusiones es el que ofrece mayor potencial de sinergias. De hecho, algunos estudios muestran, como podrá observarse en el capítulo 6, que las fusiones horizontales son las que generan más beneficios. Las sinergias se presentan en economías de escala, en economías en la distribución de los productos, o bien, consolidando una posición en la industria

en la cual se participa. Muchas de las fusiones y adquisiciones importantes efectuadas en años recientes pueden clasificarse como horizontales. Ejemplos de las mismas son la adquisición de Bank One por parte de J. P. Morgan Chase, la de la empresa alemana de telecomunicaciones Mannesmann por parte de Vodafone, y la compra del Abbey National Bank del Reino Unido por parte del banco español Santander-Central Hispano.

2. Un segundo tipo de fusiones y adquisiciones es el de las **fusiones verticales**, las cuales consolidan dos empresas en distintos niveles de la cadena productiva. La empresa compradora integra sus operaciones de manera vertical hacia atrás (fuentes de materia prima) o hacia delante, buscando cómo conectarse de forma más directa con el consumidor. Se desea con ello, por lo general, más control estratégico de la cadena de valor. Este tipo de adquisiciones se ha observado en las industrias petrolera y minera. Un ejemplo reciente es la realizada por Walt Disney con la cadena televisiva ABC. Disney planeaba usar ABC para exhibir películas cinematográficas recientes a grandes audiencias.
3. La tercera categoría de fusiones y adquisiciones es la de los **conglomerados**. Éstos combinan compañías de diferentes industrias y líneas de negocios, buscando cómo dispersar los riesgos a nivel de la empresa tenedora de las inversiones, conocida como holding. Las principales fusiones tipo conglomerado ocurrieron en las décadas de los sesenta y setenta. Los conglomerados no son muy comunes hoy en día en Estados Unidos y en los países desarrollados, pues se supone que los mercados de capitales son los vehículos más eficientes para reducir el riesgo. Existen en la actualidad algunos conglomerados de gran éxito que continúan efectuando adquisiciones, como General Electric Co, pero son la excepción y no la regla.

Las adquisiciones pueden ser catalogadas, asimismo, como amigables u hostiles. La diferencia radica en la actitud de la presidencia ejecutiva o de la junta directiva de la empresa a adquirir, en relación con la oferta hecha por el adquirente potencial. Cuando la adquisición se realiza con la aprobación de la alta dirección de la empresa a adquirir, se está ante una adquisición amigable. Cuando la alta dirección de la primera objeta alguna o todas las condiciones de la oferta de adquisición, se está ante

una adquisición hostil. En una adquisición hostil el adquirente, por lo general, se dirige a los accionistas de la empresa objetivo sin consultar con su alta dirección, y hace una oferta de compra por sus acciones, la cual incluye, por lo regular, un premio con respecto al valor de mercado en los casos en que la empresa objetivo cotiza en bolsa.

FUNDAMENTOS DEL PROCESO ———●

Una forma de crecimiento rápido, popular entre los líderes empresariales, consiste en la compra de una empresa en la industria en que compiten. En 1997, Bunge, una corporación con venta de granos a nivel mundial por cerca de 6 000 millones de dólares por año, compró Ceval Alimentos, su rival en el mercado brasileño con ventas mundiales aproximadas de 3 000 millones de dólares por año. En 1998, Serrana Fertilizantes, la compañía de fertilizantes más grande de Brasil, compró a Manah, la segunda empresa en la industria para formar Bunge Fertilizantes, con ventas combinadas de 900 millones de dólares por año. Banistmo, un banco panameño y el más grande de Centroamérica, hizo una serie de adquisiciones en la región para llegar a posiciones dominantes en Honduras, Costa Rica y Panamá, además de una posición importante en El Salvador.

Los ejemplos anteriores son de adquisiciones exitosas en el sentido de que produjeron renta económica luego de su ejecución. Más aún, estas corporaciones continúan produciendo renta económica y buscando cómo replicar su fórmula de crecimiento en países dentro y fuera de sus regiones de influencia varios años después.

¿Cuál es el secreto de estos éxitos? Lo cierto es que no se trata de un secreto, sino de un conjunto de factores y procesos que las empresas adquirentes manejan con excelencia:

- Primero, los compradores comprenden muy bien las razones que los mueven a adquirir la empresa objeto.¹ No sólo tienen muy clara su **estrategia de crecimiento**, sino que buscan con cuidado em-

¹ Empresa objeto o vendedora: Es la empresa que pone en venta el control accionario; se convierte en el objeto de una adquisición. Empresa adquirente o compradora: Es la empresa que compra el control accionario de la empresa objeto.

presas con destrezas que complementen las que posee la empresa compradora. Por ejemplo, con la adquisición de Ceval, Bunge logró complementariedad estacional en el acopio de granos en el hemisferio sur; con la compra de Manah y sus productos fertilizantes nitrogenados, Serrana Fertilizantes logró complementar su cartera de fertilizantes fosfatados; y Banistmo, al efectuar sus adquisiciones en Costa Rica, Honduras y El Salvador, logró complementariedad geográfica.

- Segundo, la compradora tenía un **conocimiento** profundo sobre cómo manejar la empresa adquirida. No sólo tenía los **recursos humanos** para manejar las nuevas adquisiciones, sino también los procesos para conservar e integrar a los mejores talentos de las empresas objeto.
- Tercero, las **valoraciones** de las empresas a ser adquiridas fueron hechas con racionalidad financiera, tanto en las metodologías como en los supuestos utilizados.
- Cuarto, el **financiamiento** para las adquisiciones fue planeado y ejecutado de manera cuidadosa, sin tomar riesgos adicionales de importancia.
- Quinto, el proceso de **negociación** fue realizado por ejecutivos del más alto nivel y banqueros de inversión con amplia experiencia. Los arreglos negociados se lograron en un clima de cooperación.
- Sexto, la fase de **integración** de las dos empresas participantes se planeaba con cuidado desde el inicio de las negociaciones, de manera que la absorción de funciones y mercados fue más o menos sencilla. La creación de la riqueza resultante de las adquisiciones generó más beneficios económicos que los que se habrían logrado con las empresas operando por separado.

Es importante destacar que no todas las fusiones y adquisiciones tienen historias felices como las anteriores.² Existen estudios que revelan un alto porcentaje de las mismas que terminan con resultados negativos a corto y largo plazo. Los precios de las acciones de las empresas com-

² En el capítulo 6 “Tendencias, estudios y conclusiones”, escrito por Niels Ketelhöhn, se resumen las investigaciones más relevantes.

pradoras disminuyen, por ejemplo, entre 0,34 y 1 por ciento luego del anuncio de una compra, mientras que los precios de las acciones de las vendedoras, en cambio, aumentan 30 por ciento en promedio. Las empresas adquirentes experimentan pérdidas de riqueza de hasta 10 por ciento en los cinco años posteriores a la adquisición.³

Otros estudios confirman la incertidumbre relacionada con las adquisiciones. Denn C. Mueller⁴ informa que la bolsa de valores castigó el precio de las acciones del comprador en 59 por ciento de los casos, luego del anuncio de compra. En el restante 41 por ciento las acciones aumentaron, es decir, el mercado aprobó la compra en este porcentaje de los casos. Un año después, el rendimiento sobre la inversión hecha por el comprador fue negativo en 71 por ciento de los casos, cuando la bolsa había desaprobado la compra, y positiva en 55 por ciento de los mismos en que la bolsa la había aprobado. La conclusión de este estudio es que, cuando la bolsa no aprueba una compra, la probabilidad de fracaso es muy alta: 71 por ciento.

UNA FUSIÓN PROBLEMÁTICA. FACTORES CLAVES DE ÉXITO

Pearson, una empresa de publicaciones del Reino Unido, adquirió a National Computer Systems (NCS) en septiembre de 2000, una compañía de software con ventas de 983 millones de dólares y utilidad de operación de 109 millones en 1999. Cuando la adquisición se realizó, el crecimiento anual de NCS correspondía a cuatro negocios:

- Pruebas y exámenes computarizados
- Soluciones de procesamiento de datos
- Soluciones gubernamentales
- NCS aprendizaje

³ Jefferey H. Dyer, Prashant Kale y Habir Sigh. "Cuándo aliarse y cuándo adquirir", en *Harvard Business Review*, julio 2004.

⁴ Dennos C. Mueller, "Mergers: Theory and Evidence", en *Mergers Markets and Public Policy*, ed. G. Mussati, Kluwer Academic Publishers, 1995.

Este último negocio consistía en la venta de software para apoyar a profesores y administradores en registros académicos, calificaciones y administración del currículo para uso en todas las escuelas secundarias de Estados Unidos.

Pearson, a su vez, tenía tres divisiones:

- Información de negocios
- Publicaciones para consumidores (Financial Times y Penguin)
- Educación (escuelas y universidades en Estados Unidos y la división internacional).

La adquisición se fundamentó en la idea de que Pearson no podría ser líder mundial sin el negocio de pruebas y exámenes computarizados. Pearson argumentaba que con su flujo de efectivo podía hacer crecer el negocio de soluciones y expandir los negocios internacionales de NCS. El potencial de ahorro en costos se estimó en 50 millones de dólares por año.

La compra de NCS se realizó a un precio de 2650 millones de dólares, pagándose un sobreprecio de 31 por ciento sobre el precio de mercado, que era de 2024 millones de dólares. Por lo tanto, se pagó un premio de 625 millones. Esto significaba que la empresa fusionada debía generar al menos este sobreprecio para recuperar el premio pagado. Una rentabilidad de 15 por ciento sobre dicho premio representaba un beneficio de 93 millones por año, muy por encima de los 50 millones en ahorros anuales, los cuales equivalían a una rentabilidad de ocho por ciento anual sobre los 652 millones pagados en premio. Estos resultados señalan que el precio y el premio pagados en la adquisición de NCS no se justificaban sólo con ahorros en costos, sino que era necesaria la generación de rentas adicionales (riqueza nueva) para que la fusión fuese atractiva.

Se esperaba que, con los recursos de Pearson, el crecimiento de NCS superaría o al menos igualaría los niveles previos a la adquisición, lo que generaría riqueza nueva en los beneficios de la corporación fusionada. Por ejemplo, si las sinergias fuesen de 150 millones, incluyendo los ahorros en costos, la rentabilidad sobre el premio sería $150/625 = 24$ por ciento anual, rentabilidad muy atractiva para cualquier inversión. El supuesto oculto en todas estas esperanzas es que las dos empresas se complementarían en sus actividades,

es decir, habría acople estratégico, el cual se produce cuando los recursos de la compradora aumentan las rentas de la empresa objeto y viceversa.

Un año después de la adquisición, las actividades de los proyectos de NCS estaban retrasadas 30 por ciento respecto a las fechas programadas y sus ventas habían crecido a una tasa de sólo 5 por ciento anual, en lugar del 16 por ciento que promediaba antes de la fusión. La pregunta clave entre directores y ejecutivos era si la disminución en la tasa de crecimiento de las ventas y el retraso en el avance de los proyectos se debía a la intervención de Pearson en las actividades de NCS, o bien, a que había que esperar a que la fusión de culturas diese frutos para así juzgar el éxito o fracaso de la adquisición.

Cuando se analizaron con más detalle las intervenciones de Pearson en las actividades de NCS se encontró lo siguiente:

- Las demandas de información y reportes de los sistemas de control por parte de Pearson retrasaban las actividades de los profesionales en el desarrollo del software, encareciendo así los proyectos y retrasando su entrega.
- Los programas de ahorro en costos de Pearson destruían valor de manera simultánea en los proyectos de NCS, que no ahorra en su “backoffice” por tratarse de una empresa que operaba bajo el concepto de gerencia de proyectos, en el que cada persona y actividad se justificaba y se generaban ingresos hasta con la más pequeña actividad. Reducir 10 por ciento el personal, una política de Pearson para reducir los costos, era imposible en los proyectos, ya que todas las personas y funciones tenían su razón de ser.
- Para NCS el valor de los sistemas de información (SIG) radicaba en las interacciones con sus clientes, mientras que en Pearson el valor estaba en la interacción entre sus empleados. Por ejemplo, para que todas las escuelas del mundo pudieran usar su software, NCS tenía que desarrollarlo en todas las plataformas existentes en el mercado. Por lo tanto, el uso de una sola plataforma en toda la corporación, que es otra política de Pearson, destruía el potencial de ventas de los productos de NCS.

En resumen, éstas y otras intervenciones de Pearson en las actividades de NCS restaron valor a los negocios de esta última, frenaron su crecimiento en ventas y utilidades e incrementaron sus costos al retrasar las actividades de sus proyectos. Lo que parecía ser una adquisición muy atractiva resultó un fracaso por falta de acoplamiento estratégico y por sobrestimar las sinergias resultantes de la fusión. La compradora restó valor a la empresa objeto.

Lo que este ejemplo demuestra es que la empresa objeto debe acoplarse a las destrezas de la compradora. Para justificar la compra, las necesidades de apoyo de la empresa objeto deben ser satisfechas con las destrezas de la compradora. Cuando esto ocurre, la compradora crea valor nuevo en los negocios de la empresa objeto y viceversa; este nuevo valor se llama **sinergia**. Pero el ejemplo también revela que cuando las destrezas de la compradora no se acoplan a las necesidades de apoyo de la objeto, la destrucción de valor puede llegar a ser significativa.

Seis preguntas importantes guían la justificación de una adquisición:

1. ¿Las destrezas del comprador se acoplan a las necesidades de apoyo de la empresa adquirida y viceversa?
2. Para que las sinergias que justifican la compra en realidad ocurran, ¿qué debe hacerse?
3. ¿Podemos financiar la compra?
4. ¿Cuánto deberíamos y cuánto vamos a pagar?
5. ¿Recibiremos lo que compramos?
6. ¿Podemos de manera eficiente integrar las empresas?

En los siguientes capítulos se prestará especial atención a estas seis preguntas, cuyas respuestas y soluciones conducirán al éxito de una adquisición. Cada pregunta enfoca un área o etapa en el proceso de fusiones y adquisiciones como se aprecia en el cuadro de la página siguiente.

¿Por qué deseamos comprar la empresa objeto?	—————→	Acoplamiento estratégico
¿Cuál es el valor de las empresas?	—————→	Valoración de empresas
¿Podemos financiar la compra?	—————→	Financiamiento
¿Cuánto debemos pagar?	—————→	Negociación
¿Recibiríamos lo que compramos?	—————→	<i>Due diligence</i>
¿Podemos gerenciar la empresa objeto?	—————→	Ejecución gerencial

MARCO CONCEPTUAL. EJEMPLIFICACIÓN DEL PROCESO ———●

Las decisiones de fusión y adquisición son parte de un proceso complejo y dinámico que debe comenzar por un análisis del acoplamiento estratégico de las empresas participantes y culminar con las labores de cierre y traspaso. Durante dicho proceso se transita por una serie de etapas que incluyen valoraciones, negociaciones, financiamiento, presentación de la oferta de compra y realización de las debidas diligencias.

La **primera etapa** de una fusión es el análisis del acoplamiento estratégico de las empresas participantes, que deberá culminar con el diseño de una nueva estrategia como consecuencia de la fusión.⁵ Cuando Cemex, la cementera mexicana, adquiere una compañía cementera en cualquier parte del mundo, lo hace como parte de su estrategia de crecimiento y globalización. Esta multinacional de enorme éxito invirtió en 20 adquisiciones más de 5 000 millones de dólares entre 1995 y 2002. Su estrategia de crecimiento se sustenta en la adquisición de empresas, cuyo desempeño era inferior a su potencial. Dicho potencial lo logra generando sinergias mediante la reingeniería de la estructura gerencial de la empresa adquirida, lo

⁵ En este libro se estudia el proceso desde el acoplamiento estratégico hasta la etapa de las debidas diligencias. Las labores del cierre financiero-legal y la integración de las empresas (post-merger), aunque muy importantes, están fuera del alcance de este libro.

que significaba la creación de beneficios nuevos para los accionistas. Lorenzo Zambrano, presidente de Cemex, hizo la siguiente reflexión hace algún tiempo:⁶ “Una adquisición debe brindar un mayor rendimiento sobre el capital. Esto es obvio, pero lo que la gente olvida es que todo inicia con un acoplamiento de la empresa adquirida con la estrategia de Cemex, es ahí cuando el proceso de creación de sinergias comienza”.

La **segunda fase** de una fusión comprende la valoración de las empresas involucradas. Los propósitos y circunstancias de cada valoración influirán en el precio-valor que al final se determine. En consecuencia, es importante preguntarse desde el principio por qué y para quién se está valorando una empresa. En este libro las valoraciones corresponden a las fusiones y adquisiciones que se dan en el mundo de los negocios.

Un aspecto que puede influir mucho en el precio de una transacción es el tipo de inversionista que participa, pues existe una gran diferencia entre los inversionistas financieros y los inversionistas estratégicos. El inversionista financiero, en principio, no está interesado en una posición de control y no pretende ni puede crear sinergias como consecuencia de la transacción, sólo adquiere un bloque de acciones que le representan una inversión netamente financiera. Un inversionista estratégico (empresa adquirente), por el contrario, compra una posición de control accionario y gerencial y espera generar beneficios adicionales a los que lograría un inversionista financiero. Estos beneficios adicionales, conocidos como sinergias, resultan de economías de escala, economías por integración, economías de alcance, eliminación de ineficiencias, acceso a nuevos productos y mercados, y por consolidación de la posición en una industria.

El punto de referencia, en cuanto a las valoraciones de empresas para fusiones y adquisiciones que los autores hemos adoptado en este libro, es el del inversionista estratégico. En el capítulo 3 se presentan los métodos más utilizados en el mundo de los negocios y recomendamos aquellos que están respaldados por la teoría financiera moderna. Nuestra preferencia está con los métodos de valoración que se fundamentan en el descuento de los flujos de efectivo futuros. Sin embargo, es importante reconocer que el precio

⁶ John Barham, “An Intercontinental Mix”, en *Latin Finance*, abril 2002.

••• Capítulo 2 •••

ACOPLAMIENTO ESTRATÉGICO

- ♦ **Crecimiento y sinergias**
- ♦ **Concepto de estrategia y acoples estratégicos**
- ♦ **Crecimiento por medio de fusiones y adquisiciones**
- ♦ **Las sinergias son riqueza nueva**

CRECIMIENTO Y SINERGIAS —————•

El crecimiento en las ventas de una empresa, sólo para manejar una empresa más grande, es un objetivo deseable para sus altos directivos porque aumenta los recursos a su disposición y la cuota de poder e influencia en la comunidad en que participa. Pero este objetivo no es por necesidad atractivo para los accionistas de la empresa.

¿Cómo se justifica ante sus dueños el crecimiento de la empresa? La función y la responsabilidad de la alta gerencia es, para los accionistas de la empresa, la creación de más renta económica. ¿Cómo se justifica la existencia de una empresa en la sociedad? Toda empresa, sea del sector público o privado, se justifica para la sociedad con la creación de riqueza, lo cual ocurre sólo si la empresa genera **renta económica**.¹

Una empresa que no genera renta económica no crea riqueza nueva, y si no lo hace no justifica su existencia a largo plazo. Cuando una empresa no crea riqueza, resulta mejor para la sociedad y los accionistas asignar los recursos mal empleados a otra que sí genere renta económica.

¹ La renta económica resulta de restar de las utilidades operativas después de impuestos el costo del capital empleado en esas operaciones.

Una manera de crecer consiste en reinvertir un porcentaje de las utilidades netas en el mismo negocio de la empresa. Las reinversiones buscan aumentar los activos de la empresa para incrementar las ventas, o bien, reducir costos para generar utilidades adicionales. Este proceso se conoce como **crecimiento orgánico**.

Una forma alterna de crecer es por medio de la fusión y adquisición de empresas con las destrezas para crear riqueza nueva. Cuando se identifica y adquiere una empresa que complementa las destrezas de la compradora, se dice que se acopla a la estrategia de ésta para la creación de riqueza. Acoplamiento estratégico significa que la empresa resultante creará una renta económica mayor que las dos empresas por separado. Tal incremento en la renta económica se conoce como sinergia y al crecimiento logrado con fusiones y adquisiciones se le llama **crecimiento externo**.

La bondad de este crecimiento no consiste sólo en aumentar ventas, reducir costos o incrementar márgenes. El crecimiento es en verdad deseable si también aumenta la renta económica. Incrementar las ventas sin aumentar la renta económica disminuye el rendimiento sobre el capital invertido. Lo que interesa es crecer generando renta económica nueva.

Una empresa excelente duplica su creación de riqueza cada cinco años. El crecimiento deseable aumenta el valor de la firma, mientras que el incremento indeseable ocurre cuando la renta económica es negativa, porque destruye valor en la empresa y, por lo tanto, perjudica a los accionistas y empobrece a la sociedad.

Los accionistas de una empresa compradora pueden adquirir con facilidad en la bolsa de valores las acciones de la empresa objeto, utilizando para ello los dividendos de la primera. Entonces, ¿qué justifica que la compradora realice un proceso de adquisición?

Si R_1 es la renta económica de la empresa uno, R_2 la renta económica de la segunda empresa, R_f la renta económica de la empresa fusionada y S la sinergia creada por la fusión, entonces, si la renta económica de la empresa fusionada (R_f) es igual a la suma de las rentas económicas de las dos empresas ($R_1 + R_2 = R_f$), los accionistas no resultan favorecidos con una adquisición o fusión. Con sólo comprar acciones de la empresa objeto con

los dividendos de la empresa compradora, los accionistas obtienen el mismo beneficio ($R_1 + R_2 = R_f$). En esta situación no es necesario fusionar las dos empresas para cosechar la suma de las dos rentas independientes. Por eso los accionistas de la empresa compradora preguntan: ¿Qué riqueza nueva ganaremos con la compra de la empresa objeto? ¿Qué representa para nosotros la empresa objeto? Los accionistas quieren que la empresa fusionada genere mayores rentas a la suma de las rentas ($R_1 + R_2 < R_f$), es decir, $R_1 + R_2 + S = R_f$.

La renta de la empresa fusionada resulta en ocasiones menor a la suma de las rentas de las dos empresas ($R_1 + R_2 > R_f$). En estos casos la fusión resta valor del patrimonio de los accionistas, porque éstos obtendrían mejores rentas como dueños de las acciones de las dos empresas cuando éstas se encontraban separadas.

La única razón para que una empresa compre otra es, entonces, que los accionistas se beneficiarán en la empresa fusionada con rentas adicionales a la suma de las rentas de las dos empresas, si operan de manera separada. A este incremento de renta creada por la fusión de las dos empresas o a la creación de riqueza nueva se le llama **sinergia**.

Sinergia es la creación de rentas económicas adicionales (S) a las existentes. La ecuación de la sinergia muestra que $2 + 2 = 5$. Esto significa que la renta creada por la empresa fusionada es mayor a la suma de las rentas creadas por las dos empresas por separado. La sinergia justifica la fusión de dos empresas.

Un corolario de este principio es que los negociadores de la empresa compradora no deben pagar más de lo que los accionistas ganarán por renta y sinergia. Esto significa que el precio de compra debe ser menor al valor presente de la renta económica de la empresa adquirida, más las sinergias generadas por la fusión, menos un rendimiento sobre la inversión que cubra también el riesgo incurrido en la compra.

En los primeros cinco años de este siglo ha ocurrido una cantidad significativa de fusiones y adquisiciones a nivel internacional en las industrias cervecera, vinatera y licorera. Las estrategias de algunas empresas en estas industrias se han basado en lograr expansiones geográficas por

medio de adquisiciones. Otras corporaciones buscaron y lograron crecimiento en la diversificación cuando las industrias en que competían maduraron; otras buscaron aún la integración vertical al comprar cadenas de bares, hoteles y restaurantes. Por ejemplo, en los inicios del siglo XXI South African Breweries adquirió varias cervecerías en países de América Latina: Honduras, El Salvador y a Bavaria en Colombia. En 2005, Pernod Ricard, una corporación licorera y vinatera, compró a Allied Domecq, otra corporación del mismo giro; Foster, una corporación cervecera y vinatera, compró Southcorp, una corporación vinatera. Esta oleada de adquisiciones genera situaciones que en la práctica se reducen a seis preguntas de interés para los accionistas de las corporaciones compradoras.

1. ¿Qué justifica que una empresa vinatera compre otra del mismo giro?
2. ¿Qué justifica que una empresa cervecera compre otra del mismo giro?
3. ¿Qué justifica que una empresa cervecera compre una empresa vinatera?
4. ¿Qué justifica que una empresa cervecera compre una empresa licorera?
5. ¿Qué justifica que una empresa licorera compre una empresa vinatera?
6. ¿Qué justifica que una empresa licorera compre otra del mismo giro?

Considérese la compra de Rousemont por parte de Southcorp a inicios del presente siglo. La transacción se cerró en 700 millones de dólares, pagándose un sobreprecio de 35 por ciento sobre el valor de mercado de las acciones en circulación o 181 millones de dólares de sobreprecio. Una vez realizada la adquisición, la alta dirección de Southcorp logró 12 millones de dólares en ahorros de costos anuales. Esta cifra produce un valor actual de $12/0,15 = 80$ millones de dólares si se toma como perpetuidad a una tasa de 15 por ciento por año. La adquisición equivale a un negocio en que se paga 35 por ciento de sobreprecio para recibir 11 por ciento² en valor actual de renta, una pérdida de valor instantá-

² Estos \$80 millones representan 11 por ciento de los 700 millones de dólares pagados por Rousemont.

nea de 24 por ciento anual o 101 millones de dólares en valor actual. La compra de Rousemont por parte de la compañía vinatera Southcorp no produjo renta nueva; la adquisición destruyó riqueza (101 millones de dólares) para los accionistas de Southcorp.

En el caso de la adquisición de la vinatera Beringer por parte de la cervecera Foster, la creación de renta económica nueva tampoco fue evidente. La adquisición se realizó por 1 500 millones de dólares, pagando un sobreprecio de 500 millones. Este premio invertido a una tasa de 15 por ciento de interés representa una renta anual a perpetuidad de 75 millones. Beringer era una empresa que tenía utilidades netas de 71 millones, por lo que el premio se justificaba si las empresas, una vez fusionadas, podían duplicar tal monto de utilidades. Numerosos expertos consideran que, como las sinergias entre dos empresas vinateras son muy bajas, entonces las sinergias entre una cervecera y una vinatera lo serán aún más. Por lo tanto, se tienen serias reservas sobre la posibilidad de que una cervecera logre duplicar las utilidades de una vinatera; ello significa que los 75 millones estimados como sinergias requeridas difícilmente se lograrán. Por lo tanto, no se encuentra justificación económica para la compra de Beringer por parte de Foster. La pregunta central en toda adquisición es ¿Dónde está la renta adicional o dónde se encuentran las sinergias?

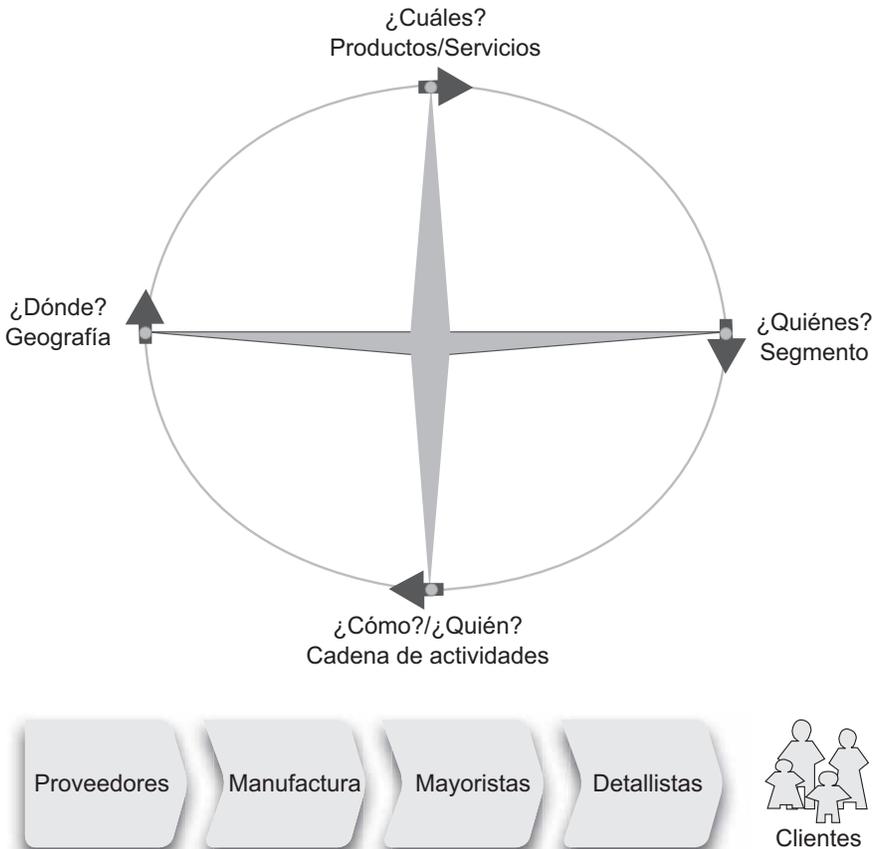
Las sinergias creadas por ahorros en costos o aumentos de productividad se calculan con la mayor facilidad. Se originan en la eliminación de redundancias, cierre de plantas, racionalización de productos, consolidación de funciones, economías de escala, economías en las compras y en la consolidación del proceso de aprendizaje. Otra fuente de sinergias son los ahorros en gastos financieros cuando el *wacc* de la empresa consolidada es menor que el de las empresas por separado; al aumentar el tamaño, el costo de financiarse puede disminuir. Por último, existen sinergias de más difícil estimación, como las ventas cruzadas, las ventas adicionales y las originadas por cambios en los procesos productivos. En la práctica, muchos ejecutivos son optimistas en sus estimaciones de las sinergias. ¿Cómo procedemos entonces para establecer si hay o no acople estratégico entre dos empresas?

CONCEPTO DE ESTRATEGIA Y ACOPLÉS ESTRATÉGICOS

Jacques Bouvard y Werner Ketelhöhn crearon en IMD, al inicio de la década de los noventa, un modelo sencillo para diseñar la estrategia de una empresa. Utilizaron con éxito la “estrella estratégica” en cantidad y variedad de industrias. Proponen que las oportunidades para el crecimiento rápido se ubican en cuatro dimensiones que conforman los rayos de una estrella (véase la figura 2.1).

La estrategia de una empresa son sus compromisos a largo plazo.

FIGURA 2.1
La estrella del crecimiento



El modelo consiste en examinar los compromisos a largo plazo en cada dimensión de la estrella. El análisis puede iniciarse en cualquiera de sus rayos, pero se recomienda preguntarse primero ¿Cuáles productos o servicios debemos ofrecer? Luego responder lo siguiente:

- ¿Quiénes compran estos productos o servicios?
- ¿Cómo es el sistema de actividades estratégicas?
- ¿Dónde opera y compite la empresa?

El proceso es iterativo, es decir, regresamos a la pregunta original acerca de los productos o servicios a ofrecer y revisamos la secuencia completa de preguntas una y otra vez, hasta que nos sentimos satisfechos con los compromisos a largo plazo en las cuatro dimensiones.

¿Cuáles productos o servicios debemos ofrecer?

Derek Abell, en 1980, propuso diferenciar entre la función del producto (lo que hace) y la forma empleada para ejercer esa función (la tecnología del producto). Por ejemplo, un lápiz cumple la función de instrumento de escritura, lo mismo que una pluma fuente. Sin embargo, la tecnología de la segunda es diferente a la del primero.

Toda innovación, en producto o proceso, contiene dos tipos de incertidumbre: primero, la de su factibilidad ¿Funcionará el producto o proceso? Y segundo, la incertidumbre económica: ¿Comprarán el producto o proceso?

Por lo tanto, lograr el crecimiento de las ventas con innovación total de los productos (nuevas funciones y tecnologías) acarrea la mayor incertidumbre, ya que experimenta con funciones y tecnologías de manera simultánea. Innovar sólo en funciones o tecnologías tiene menos incertidumbre, ya que una de las variables es conocida. Crecer las mismas funciones con las mismas tecnologías representa la menor incertidumbre, si los mercados para los productos tradicionales tienen futuro.

Acople estratégico 1

Para reducir la incertidumbre en la innovación de funciones y tecnología de los productos y en su aceptación por el mercado, las empresas pueden crecer en

renta económica adquiriendo otras en las que los productos deseados ya estén desarrollados y aceptados por el mercado.

¿Quiénes compran estos productos o servicios?

Los productos pueden crecer en funciones y en forma, lo mismo que en precio o volumen de ventas en los segmentos existentes. Asimismo, la empresa puede crecer en segmentos atendidos con los mismos productos y/o nuevos productos que satisfagan las necesidades de los nuevos segmentos. La mayor incertidumbre, una vez más, está en la venta de productos nuevos, en segmentos de mercado también nuevos para la empresa. La venta en segmentos conocidos por la empresa es menos incierta; la venta se apalanca en sus destrezas de mercadeo y distribución.

Acople estratégico 2

La incertidumbre en la satisfacción de las necesidades de nuevos segmentos de mercado puede reducirse adquiriendo empresas que ya poseen las destrezas necesarias para competir en los nuevos segmentos de mercado y así aumentar la renta económica de la empresa fusionada.

¿Dónde operar y competir?

La empresa puede extender su alcance geográfico en las nuevas regiones o países donde venderán sus productos, operarán fábricas o se realizarán los diferentes componentes de su sistema de actividades estratégicas. Los negocios en nuevas regiones o países crearán incertidumbres propias de la expansión geográfica. Existen modelos prácticos para analizar la conveniencia de centralizar o descentralizar los diferentes componentes de la cadena de actividades estratégicamente importantes.

Acople estratégico 3

La incertidumbre de competir en nuevas geografías puede reducirse comprando empresas que ya posean las destrezas necesarias para operar y competir en las nuevas geografías para así aumentar la renta económica de las empresas fusionadas.

¿Cómo es el sistema de actividades estratégicas?

Las preguntas relativas a la elaboración de productos, el cómo de las cosas, examinan no sólo el proceso de fabricación, sino toda la cadena de

actividades estratégicamente importantes para entregar los productos a los segmentos de mercado seleccionados. ¿Cómo se fabrican los productos? ¿Cómo se proveen los componentes? ¿Cuáles tecnologías se utilizan? ¿Cómo se comercializan? ¿Qué canales de distribución y venta se utilizan? ¿Qué servicios se requieren?

Acople estratégico 4

Las empresas pueden aumentar sus rentas económicas mediante la fusión con otras organizaciones que incorporen importantes procesos a su cadena de actividades estratégicas. La transferencia de mejores prácticas, procesos de desarrollo de productos o mejoras en la productividad de una empresa a la otra, y viceversa, aumentan la renta económica de la empresa fusionada.

El cómo de las cosas también lleva a considerar la productividad de las operaciones y las oportunidades de crecer con **integración vertical**, ya sea hacia delante o hacia atrás, para incursionar en las industrias de los proveedores, los clientes o de ambos. En estas circunstancias los ejecutivos desconocen con frecuencia las destrezas requeridas en la gestión de estos negocios. De esta manera, muchas empresas complican sus operaciones por ignorar cómo se manejan los negocios vecinos al negocio central y con frecuencia pagan un alto precio durante el proceso de aprendizaje.

En otras ocasiones se pretende lograr crecimiento mediante la adquisición de empresas en industrias que no tienen relación alguna con las industrias en las que ya operan. En las llamadas decisiones de **diversificación**, las destrezas necesarias para el manejo efectivo de los nuevos negocios tampoco están necesariamente entre las competencias de los ejecutivos de la empresa adquirente. La falta de destrezas incrementa de nuevo el riesgo de cometer graves errores y de incurrir en pérdidas financieras significativas.

Acople estratégico 5

Las empresas que adoptan decisiones de diversificación e integración vertical pueden reducir los niveles de incertidumbre mediante la adquisición de empresas que posean ya las destrezas necesarias para competir en los nuevos negocios o industrias. Sin embargo, la gestión de la empresa fusionada y, en específico, las labores de coordinación entre las diferentes unidades de negocio

se tornan más complejas y, por lo tanto, las probabilidades de lograr una fusión exitosa se reducen.

CRECIMIENTO POR MEDIO DE FUSIONES Y ADQUISICIONES ———●

En la sección anterior se observó cómo la compra de una empresa tiene su origen en el desafío del crecimiento de la empresa compradora. Es por eso que los compradores pagan altos precios por empresas objeto exitosas, pero este sobreprecio debe ser menor que la sinergia esperada.

El crecimiento orgánico, por lo general, es más lento que el que se logra por medio de fusiones, adquisiciones o alianzas. Sin embargo, a primera vista parece ser la alternativa con menos riesgo. Una adquisición puede percibirse como una invitación a invertir cuantiosos recursos en una empresa o industria sobre la que tenemos conocimientos limitados. Por lo tanto, antes de adquirir una empresa es recomendable preguntar lo siguiente:

- ✦ ¿La empresa objeto se acopla a nuestra estrategia?
- ✦ ¿Quiénes van a gerenciar la empresa objeto?
- ✦ ¿Cómo le agregaremos valor?

El acoplamiento estratégico se mide con la generación de sinergias. Si no hay renta económica nueva, la adquisición no se justifica. Comprar la empresa objeto sólo por el deseo de vender más no justifica la transacción.

Un riesgo importante, en especial en las adquisiciones, es la **integración** de la empresa adquirida a las operaciones del comprador. Antes de comprar la empresa objeto, muchos ejecutivos centran su atención en asuntos estratégicos, valoración, financiamiento, negociación y debidas diligencias, mientras que dejan “para después” la revisión de las barreras a la ejecución de la fusión. Desafíos en la integración de funciones, cultura, estructura y el manejo de las esperanzas y temores en las dos organizaciones son fundamentales para realizar una ejecución con éxito y deben ser consideradas desde el inicio del proceso. Ésta es una razón por la que

• • • Capítulo 3 • • •

VALORACIÓN DE EMPRESAS

- ♦ **Introducción**
- ♦ **Métodos de valoración**
 - Métodos basados en múltiplos
 - Métodos de flujos de efectivo descontados
 - Método del inversionista de capital de riesgo (Venture capital)
 - Método del ingreso residual (Contable)
- ♦ **Valoraciones, fusiones y adquisiciones**
- ♦ **Estudio de un caso**

INTRODUCCIÓN —————

La valoración de empresas es una ciencia y un arte, porque la valoración profesional exige la cuidadosa ponderación de factores cuantitativos y cualitativos, más que la aplicación rigurosa de una fórmula matemática. Esto no significa que la valoración sea sólo un ejercicio subjetivo; es más bien un proceso que combina técnicas financieras con apreciaciones personales derivadas del conocimiento de las distintas áreas funcionales de la empresa objeto y de la experiencia profesional de quien realiza la valoración.

Los propósitos, perspectivas y circunstancias de cada valoración influirán en el precio-valor que al final se determine. Por lo tanto, es importante preguntarse desde el principio por qué y para quién se está valorando una empresa. El análisis de la valoración de empresas está relacionado en este libro con los procesos de adquisición y fusión que se dan de manera permanente en el mundo de los negocios. Las metodologías de valoración utilizadas pueden ser las mismas, pero es muy probable que los resulta-

dos varíen en función de quién realice la valoración, si es un comprador, un vendedor, un **inversionista financiero** o un **inversionista estratégico**. Por ejemplo, mientras un comprador tratará de determinar el valor máximo que pagaría por una empresa, un vendedor, por el contrario, fijará el valor mínimo que aceptaría recibir por su empresa. A pesar de que ambas posiciones hayan utilizado información y métodos de valoración idénticos, los resultados que obtendrán serán distintos, pues los han manejado desde propósitos y perspectivas diferentes. Los valores determinados por el comprador y el vendedor se confrontan en el proceso de negociación, en el cual se llega al final a un acuerdo sobre el precio de la transacción. Por lo tanto, el precio final resultará de una negociación basada en los análisis y las metodologías empleadas por cada una de las partes.

Un aspecto que influye de manera significativa en la determinación del precio de una transacción es el tipo de comprador (empresa adquirente); hay una gran diferencia entre los compradores o inversionistas financieros y los compradores o inversionistas estratégicos. Es probable que el inversionista financiero no esté interesado en una posición de control y no pretenda generar beneficios adicionales con la empresa; adquiere sólo un bloque de acciones que le convierten en socio minoritario y le representan una inversión netamente financiera. Para justificar dicha inversión debe aplicarse una metodología de valoración que considere los beneficios futuros y una tasa de descuento que refleje los riesgos de la empresa. El análisis de la inversión deberá compararse de manera favorable con otras opciones consideradas por el inversionista como propiedades, bonos o acciones de otras empresas.

En términos teóricos, con la misma información y supuestos semejantes, un inversionista financiero no debería ofrecer un precio superior al de cualquier otro. Sin embargo, diferentes inversionistas financieros realizan valoraciones también diferentes en la práctica, debido a que interpretan la estrategia de la empresa y su ejecución en forma distinta. Lo importante es destacar que el inversionista financiero es un inversionista pasivo, interesado en un adecuado rendimiento sobre el capital invertido, que por lo general no agrega valor económico a la empresa en la que invierte.

En contraste, un inversionista estratégico, por lo general una empresa, adquiere una posición de control accionario y gerencial en la empresa en

la que invierte y pretende generar beneficios adicionales a los que obtiene el inversionista financiero.¹ Estas utilidades adicionales se conocen como **sinergias** y son el resultado de economías de escala (reducción de costos unitarios) y de economías de alcance (ventas cruzadas) o de aprendizaje (acceso a nuevos productos o mercados). Por ello es muy probable que un inversionista estratégico pague un precio superior al que está dispuesto a pagar un inversionista financiero, debido al potencial de sinergias estimado. Proponemos, es más, que toda adquisición estratégica se justifica, sobre todo, por las sinergias estimadas.

El punto de referencia que hemos adoptado en cuanto a valoraciones de empresas para fusiones y adquisiciones es el del inversionista estratégico. En este capítulo se presentan los métodos de valoración más recomendables y empleados en el mundo de los negocios, porque se apoyan de manera sólida en la teoría financiera. Se analizan, además, sus ventajas, los supuestos en que se basan y sus limitaciones, y se ofrecen algunos ejemplos para facilitar la comprensión de los mismos.

MÉTODOS DE VALORACIÓN ———●

Existen varios métodos para realizar la valoración financiera de una empresa, lo que en ocasiones genera confusión y estimaciones erróneas. Lo más acertado es utilizar métodos que se fundamenten en el descuento de los flujos de efectivo futuros, pues los otros métodos, aunque se utilizan con frecuencia en la práctica, tienen una base teórica financiera más débil. En cualquier caso, tal como antes se mencionó, el precio final de la transacción debe ser negociado, por lo que más que un precio único calculado de manera mecánica, el valuador debería obtener un intervalo de precios que considere aceptables y negociar hasta obtener el mejor precio posible dentro de ese intervalo.

Los diferentes métodos de valoración deberán presentar resultados que correspondan al valor de la empresa o del capital patrimonial. En términos sencillos podemos afirmar que:

$$\text{Valor de la empresa} = \text{valor de la deuda} + \text{valor patrimonial}$$

¹ En algunas ocasiones la adquisición de una empresa podría obedecer a la protección o defensa de una posición privilegiada de la empresa adquirente.

Por lo tanto:

$$\text{Valor patrimonial} = \text{valor de la empresa} - \text{valor de la deuda}$$

Una empresa puede valorarse de manera directa sin considerar de forma explícita el valor de los instrumentos de financiamiento; una vez determinado el valor total, se le resta a éste el valor de la deuda para obtener el **valor patrimonial**. Este precio se utiliza en las transacciones de fusiones y adquisiciones, tanto por los inversionistas como por los banqueros de inversión, y será el punto de referencia que se empleará en este capítulo.

Los métodos de valoración más recomendables y utilizados en la práctica pueden agruparse en cuatro categorías, mismas que se presentan a continuación:

- + Métodos basados en múltiplos
- + Métodos que utilizan flujos de efectivo descontados
- + Método del capital de riesgo (Venture capital)
- + Método del ingreso residual (Contable)

Métodos basados en múltiplos

Algunos expertos consideran que estas valoraciones son superficiales y de utilidad limitada, pero lo cierto es que pueden ofrecer estimaciones de precios basadas en la realidad de los mercados de capitales que difícilmente pueden ignorarse, sobre todo cuando se trata de inversionistas financieros.

El múltiplo más empleado para la valoración del capital de una empresa es la relación precio/ganancias (price/earnings ratio), que trata de encontrar una relación entre el precio de mercado de una acción de la empresa y su utilidad neta por acción. En lugar de las utilidades, puede emplearse también algún flujo de efectivo que se considere representativo del potencial de los beneficios futuros. Para estimar el valor de mercado del capital de una empresa que cotiza en bolsa, se toma el múltiplo o relación precio/ganancias, se multiplica por la utilidad neta por acción del último

periodo anual y el resultado se multiplica por el número de acciones en circulación. Esto puede expresarse de la siguiente manera:

$$\text{Valor del capital} = \text{utilidad por acción} \times \text{P/G} \times \text{acciones en circulación} \quad 3.1$$

El valor del capital obtenido² representa un precio de mercado en condiciones de equilibrio y es muy significativo para los inversionistas financieros. Para los inversionistas estratégicos, aunque es un precio de referencia importante, deberá ajustarse por posibles sinergias y primas por control.

Para empresas que no cotizan en bolsa, el valuador tendrá que identificar empresas “comparables” con la que se está valorando y utilizar un promedio de sus múltiplos (P/G) o un promedio de la industria. Esto implica utilizar precios de acciones de empresas que cotizan en bolsa. El tema de la posibilidad de comparar es delicado y complejo. El lector debe comprender que la relación precio/ganancias está en función de las oportunidades de crecimiento, de la rentabilidad de tales oportunidades, del nivel de endeudamiento y de los riesgos asociados con la empresa, entre otros factores. Por lo tanto, cuando se utiliza la relación P/G de empresas “comparables”, se supone que tales empresas, y la que se está valorando, son similares en líneas de productos, tasas de crecimiento, rentabilidad, apalancamiento y nivel de riesgo. En nuestro entorno puede ser en particular difícil identificar “comparables” en la práctica, debido a que son pocas las empresas que cotizan públicamente de las que se podría obtener múltiplos relevantes. Si no se dispone de pautas en las bolsas nacionales o regionales, podrían establecerse comparaciones con empresas extranjeras que cotizan en bolsas extrarregionales, pero en estos casos deberá tenerse mucho cuidado respecto del impacto de factores adicionales, como diferentes condiciones macroeconómicas, políticas contables, sistemas tributarios y expectativas de los inversionistas. De todo lo expuesto hasta ahora se deduce que el principal problema en el uso de estos métodos para valorar empresas radica en identificar empresas “comparables” que permitan obtener múltiplos relevantes.

² Es lo que en inglés se conoce como market capitalization.

Un ejemplo permitirá comprender mejor los beneficios y las dificultades de la aplicación de los múltiplos como método de valoración. Supóngase que un grupo de inversionistas sudamericanos pretende adquirir el total de las acciones de un banco comercial localizado en el sureste de Estados Unidos y que no está registrado en bolsa. El banco tiene los datos siguientes expresados en dólares: activos por \$4 000 millones, capital de \$380 millones, utilidades anuales netas de \$50 millones, y ha tenido una tasa anual de crecimiento de las utilidades de 8 por ciento durante los últimos cinco años.

El primer paso consiste en identificar bancos con características financieras similares en la misma región, es decir, tamaño, rentabilidad, tasa de crecimiento, apalancamiento, nivel de riesgo, líneas de negocios, estructura de depósitos, etc. Los inversionistas lograron seleccionar siete bancos que cotizaban en bolsa y con características similares: activos entre \$2 000 y \$5 000 millones, rentabilidad de capital de entre 11,5 y 18,25 por ciento por año y tasas de crecimiento de utilidades de entre 5 y 10 por ciento anual. Las relaciones P/G se ubicaban entre 11 y 13, con un promedio de 12. Al aplicar estos múltiplos a las utilidades del banco en estudio se obtiene lo siguiente:

$$P/G (11) = \$50 \text{ millones} \times 11 = \$550 \text{ millones}$$

$$P/G (12) = \$50 \text{ millones} \times 12 = \$600 \text{ millones}$$

$$P/G (13) = \$50 \text{ millones} \times 13 = \$650 \text{ millones}$$

Los inversionistas obtienen de esta manera una estimación del valor patrimonial y concluyen que el precio podría estar entre \$550 y \$650 millones, con un valor promedio de \$600 millones. Estos montos no reflejan ningún premio por control ni tampoco ajustes por sinergias. No se trata de afirmar que el precio o banda de precios obtenidos para el banco con el uso de los múltiplos de las ganancias es el correcto o exacto.³ Sin embargo, sería absurdo ignorar una pauta de mercado cuando ésta existe. Lo más adecuado es utilizar los valores obtenidos mediante múltiplos de mercado de empresas “comparables” como un precio de referencia inicial,

³ Lo adecuado sería trabajar con flujos de efectivo futuros, descontados a una tasa apropiada.

o bien, para servir de contrachequeo con los resultados obtenidos con métodos más confiables.

Además de la relación precio/ganancia, se utilizan otros múltiplos para valorar empresas, entre ellos, relaciones como precio/venta, precio/valor en libros y el múltiplo del **EBITDA**⁴ (ganancias antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones). Si bien estos múltiplos pueden ser útiles en determinadas circunstancias, tienen limitaciones y debilidades similares a las mencionadas con relación a precio/ganancias. Debe advertirse que los múltiplos no son metodologías en sí, sino indicadores resultantes de la aplicación de una metodología apropiada.

El caso del múltiplo EBITDA merece más atención porque con frecuencia se utiliza en la banca de inversión. Debe reconocérsele cierto mérito, porque incorpora el concepto de flujos y, además, permite “estimar” tanto el valor de la empresa como su valor patrimonial. El punto de partida para calcularlo es la información financiera suministrada en el estado de resultados. Se toman las utilidades antes de impuestos y se les suman los gastos financieros, las depreciaciones y las amortizaciones. El monto resultante, que es lo que se conoce como EBITDA, se multiplica por un factor de capitalización que refleja riesgos y tasas de crecimiento y se obtiene así un estimado del valor de mercado de la empresa. Para determinar el valor patrimonial deberá restarse al valor de la empresa el valor de mercado de su deuda. En el cuadro 3.1 se presenta un ejemplo de aplicación del múltiplo EBITDA para el caso de una empresa llamada El Rey S.A., para la cual se estimaron utilidades, gastos financieros, depreciaciones, amortizaciones y tres posibles escenarios con distintos factores de capitalización.

Puede observarse que los resultados de la valoración de El Rey varían según correspondan al valor medio de la empresa (\$28 910 000) o al valor medio patrimonial (\$23 910 000), puesto que son conceptos diferentes; variarán también los resultados, dependiendo de los factores de capitalización correspondientes a los escenarios alto o bajo.

⁴ Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization.

CUADRO 3.1
Aplicación del múltiplo EBITDA para El Rey S.A. (en miles de dólares)

Componentes	Razonable bajo	Razonable medio	Razonable alto
Utilidades antes de impuestos	2 438	2 438	2 438
+ Gastos financieros	492	492	492
+ Depreciaciones	900	900	900
+ Amortizaciones	300	300	300
EBITDA	4 130	4 130	4 130
Factor de capitalización	×6	×7	×8
Valor empresa	24 780	28 910	33 040
– Deuda financiera	– 5 000	– 5 000	– 5 000
Valor patrimonial	19 780	23 910	28 040

La llamada metodología del múltiplo o capitalización del EBITDA tiene tres limitaciones serias: la primera es que no le concede importancia directa al dinero en función del tiempo; la segunda, que no se toman en cuenta las posibles nuevas inversiones de la empresa analizada y, la tercera, que los factores de capitalización son, de alguna manera, una especie de “caja negra” y es difícil modificarlos para reflejar los resultados en el análisis estratégico de la empresa.

En el ejemplo anterior, el uso de diferentes escenarios pretende atenuar esta debilidad, pero este recurso por lo general, no es suficiente para lograr estimaciones de precio confiables.

Métodos de flujos de efectivo descontados

Los métodos que utilizan flujos de efectivo descontados (FED) requieren de un pronóstico de flujos de caja netos después de impuestos, que se espera que la empresa necesite o genere para cada año futuro, y los que

se descuentan para obtener un valor actual neto de los flujos de efectivo. El resultado es el **valor total de la empresa** y se puede expresar con una fórmula sencilla:

$$V_e = \frac{FC_1}{(1+k)} + \frac{FC_2}{(1+k)^2} + \frac{FC_3}{(1+k)^3} + \dots + \frac{FC_n}{(1+k)^n} + \frac{VT_n}{(1+k)^n} \quad 3.2$$

Donde,

V_e = Valor de la empresa

FC = Flujos de efectivo

k = Tasa de descuento

VT = Valor terminal

Con base en la expresión 3.2, tres elementos son necesarios para estimar el valor de la empresa: los flujos futuros hasta un año determinado n (FC hasta FC_n), un valor terminal de la empresa en el año n (V_n) y una tasa de descuento que refleje los riesgos asociados con los flujos (k).

La ventaja general de los métodos que utilizan flujos de efectivo descontados es que permiten apreciar de forma explícita el pronóstico del crecimiento futuro de la empresa y estiman de manera directa el flujo de efectivo, el elemento que al final genera valor para los inversionistas. Asimismo, reconocen la importancia de los flujos en función del tiempo en que se perciben. Desde luego, la calidad de la valoración dependerá, en gran medida, de la calidad de los pronósticos de ingresos por ventas, costos, gastos e inversiones. Por lo tanto, para realizar buenos pronósticos es fundamental disponer de una adecuada comprensión del entorno macroeconómico, las realidades competitivas, las operaciones productivas y las finanzas de la empresa. Resulta crucial poner a prueba también las suposiciones que respaldan los pronósticos. Por ejemplo: ¿Las participaciones de mercado que apoyan las proyecciones de ventas futuras serán realistas? ¿Los márgenes de utilidad y los rendimientos sobre capital son razonables y sostenibles en el tiempo? ¿Los coeficientes y costos unitarios de producción son realistas a la luz de nuevas tecnologías y escalas productivas? En resumen, es necesario que las proyecciones de flujos estén sustentadas en el conocimiento de las economías en que opera

la empresa, la industria en que se compite y en las realidades propias de la empresa. Los supuestos deben ser razonables y consistentes en el tiempo y geografías consideradas.

Hay dos métodos para valorar empresas en procesos de fusión y adquisición que utilizan flujos de efectivo descontados. El primero de ellos, que podría denominarse el método “clásico”, es el más utilizado por la banca de inversión y los consultores profesionales. En términos generales consiste en estimar los flujos de efectivo “libres” después de impuestos (free cash flows) y descontarlos al **costo ponderado de capital** (WACC) de los recursos empleados en la adquisición. El segundo método es el del valor presente neto ajustado (VPNA), el cual comienza por estimar un valor básico para la empresa, como si fuera a ser financiada con recursos propios en su totalidad; luego se modifica el valor básico para incorporar los efectos de las decisiones de financiamiento requeridas para realizar la fusión o adquisición correspondiente. El método del VPNA⁵ es técnicamente superior al “clásico”, porque es más flexible y separa el valor subyacente de la empresa del valor creado por la estructura financiera utilizada, sin embargo, a pesar de que es conocido en los círculos financieros, su uso es todavía muy restringido. Donde se utiliza con mayor frecuencia es en las compras apalancadas de empresas (LBO) y en los círculos académicos. El del VPNA será en el futuro el método de evaluación preferido en el mundo de los negocios.

Nuestro enfoque de las valoraciones es eminentemente práctico y está fundamentado en la teoría financiera. Por lo tanto, recomendamos utilizar el método “clásico” basado en los **flujos de efectivo libres** descontados, conocido también como el método del **valor de inversión**. Esta recomendación se justifica porque se trata de un método de uso generalizado que tiene bases relativamente sólidas en la teoría financiera. A continuación se ofrece una descripción detallada del método, seguida de un ejemplo concreto, mismo que se analiza.

El método valora una empresa o su componente patrimonial mediante el descuento de los flujos de efectivo libres a una tasa que refleje los riesgos

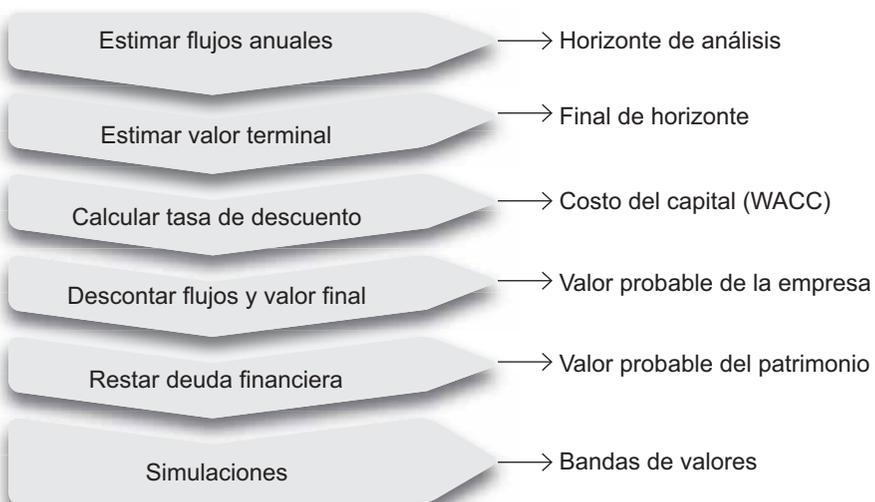
⁵ Este método se describe en detalle en: W. Ketelhöhn, J. N. Marín y E. L. Montiel. *Inversiones*, Grupo Editorial Norma, 2004. Ver capítulo 3, pp. 63-71.

de los flujos proyectados. Para efectuar la valoración deben considerarse los siguientes pasos:

- ✦ Estimar los flujos de efectivo anuales y el horizonte de evaluación.
- ✦ Estimar el valor terminal de la empresa al final del horizonte.
- ✦ Calcular la tasa de descuento o costo del capital.
- ✦ Descontar los flujos anuales (VAN) para determinar el valor de inversión esperado de la empresa en su totalidad.
- ✦ Restar la deuda financiera de la empresa para determinar el valor esperado del patrimonio.
- ✦ Efectuar simulaciones para definir amplitudes de variación de valores.

En la figura 3.1 se presentan los pasos necesarios para aplicar la metodología y efectuar los cálculos; luego se discute por separado cada paso o etapa.

FIGURA 3.1
Valor de inversión. Flujos de efectivo descontados



Paso 1. Estimar flujos de efectivo o caja

Para el cálculo de flujos, cuando se trata de empresas industriales o comerciales, se utilizan los flujos de efectivo libres, es decir, los flujos de efectivo que están a disposición de los proveedores de fondos (accionistas y acreedores), después de considerar impuestos, inversiones de capital y necesidades de capital de trabajo. El flujo de efectivo debe considerarse como la contribución de efectivo que se espera aportará la empresa “objetivo” a la empresa adquirente. Para calcular los flujos libres anuales se utiliza la fórmula siguiente:

$$FC = \text{EBIT} \times (1 - t) + \text{GND} - I - \text{CT} \quad 3.3$$

Donde,

FC = Flujos de caja o efectivo libres

EBIT = Utilidades antes de intereses e impuestos

t = Tasa marginal de impuestos sobre la renta

GND = Gastos no desembolsables (incluye depreciaciones y amortizaciones de activos diferidos)

I = Inversiones en activos fijos

CT = Capital de trabajo adicional

Es importante mencionar algunas características de los flujos de efectivo. En primer lugar deben tener en cuenta las posibles **sinergias** que resulten de la fusión o adquisición. Una manera práctica de identificarlas y calcularlas consiste en analizar con cuidado las diferentes fases del nuevo sistema de negocios, es decir, innovación y desarrollo de productos, cadena de abastecimiento, operaciones de manufactura, mercadeo, distribución y ventas. En esencia, se procura cuantificar los beneficios adicionales generados por las destrezas de ambas empresas en la empresa fusionada. Así se identifica y calcula el monto de las distintas **sinergias** por reducciones de costos, escalas productivas más altas, mejores prácticas y procedimientos de trabajo, ventas adicionales por acceso a otros mercados geográficos, ventas por incorporación de nuevos productos y servicios, etc. Una segunda característica es que todos los **gastos de financiamiento** se eliminan de los flujos de efectivo libres, porque el costo del financiamiento se

ha incorporado en el uso del costo ponderado de capital (WACC). Cada flujo en el VPNA se descuenta a una tasa que refleja su riesgo. Por último, los flujos deben determinarse de forma anual para un plazo u **horizonte de análisis** proyectado. Este plazo debe extenderse hasta la fecha a partir de la cual se considera que la empresa “objetivo” tendrá un crecimiento constante que, por lo general, oscila entre cinco y diez años.

Para valorar empresas financieras como bancos, compañías de seguros, financieras de consumo, entre otras, se emplea siempre el concepto de flujos de efectivo, pero con una variante: los flujos son los dividendos que se pagarán o que podrían pagarse a los accionistas de la empresa adquirente. Debe entenderse que los dividendos son flujos de efectivo que recibe el dueño del capital accionario y que, por lo tanto, se descontarán a una tasa que no es el WACC, sino el costo de los recursos propios empleados en la transacción. La razón de esta variante en la estimación de los flujos para empresas financieras se debe a la ausencia o a la poca importancia de los gastos no desembolsables, es decir, depreciaciones y amortizaciones.

Paso 2. Estimar el valor terminal

El método clásico, como lo hemos señalado, se basa en el pronóstico de flujos de efectivo, pero los pronósticos sólo pueden efectuarse hasta por cierto número de años. Al final del horizonte del pronóstico la empresa “objetivo” tendrá un valor, denominado valor terminal, que deberá ser equivalente a los flujos de efectivo que la entidad genere más allá del último año del periodo de pronóstico. Su monto corresponderá al valor presente de la anualidad permanente que corresponderá a los flujos de efectivo que comiencen un año después del periodo pronosticado. El procedimiento más común para calcularlo supone un crecimiento constante de los flujos anuales y puede expresarse con la fórmula siguiente:

$$VT_n = \frac{\text{Flujo}_{(n+1)}}{k - g} \quad 3.4$$

Donde,

VT_n = Valor terminal en el año n

k = Tasa de descuento

g = Tasa de crecimiento de los flujos

Las fusiones y adquisiciones son una ciencia y un arte, puesto que en ellas se combinan técnicas financieras y estratégicas con apreciaciones personales derivadas del conocimiento de las distintas áreas funcionales de toda organización.

El objetivo de esta obra es analizar, estudiar y efectuar recomendaciones prácticas relativas a las fusiones y adquisiciones. Las decisiones a este respecto son parte de un proceso complejo, dinámico y con repercusiones profundas en la vida de las empresas participantes. El enfoque del libro es eminentemente práctico, apoyado en la solidez de la teoría financiera y en los modelos de estrategia modernos. Durante el desarrollo de los temas se cubre una serie de etapas, iniciando con el análisis del acoplamiento estratégico de las empresas participantes, seguido de las valoraciones, negociaciones, financiamiento, presentación de la oferta de compra, realización de las debidas diligencias, hasta culminar con el cierre de la transacción.

La obra se divide en dos partes, la primera de las cuales corresponde a los seis capítulos en los que se presentan y estudian los conceptos, técnicas, procesos y lecciones de las fusiones y adquisiciones, mientras que en la segunda se ofrecen cinco casos de experiencias que han tenido lugar en América Latina.

Por lo anterior, el libro es de gran actualidad y vigencia y un recurso indispensable para el empresario, el profesional y el estudioso de los negocios que desea colocarse a la vanguardia en el conocimiento del entorno empresarial moderno.



ISBN 13: 978-607-481-665-5
ISBN 10: 607-481-665-4

