

Fusiones y adquisiciones

Motivos válidos y discutibles

Dr. Guillermo López Dumrauf

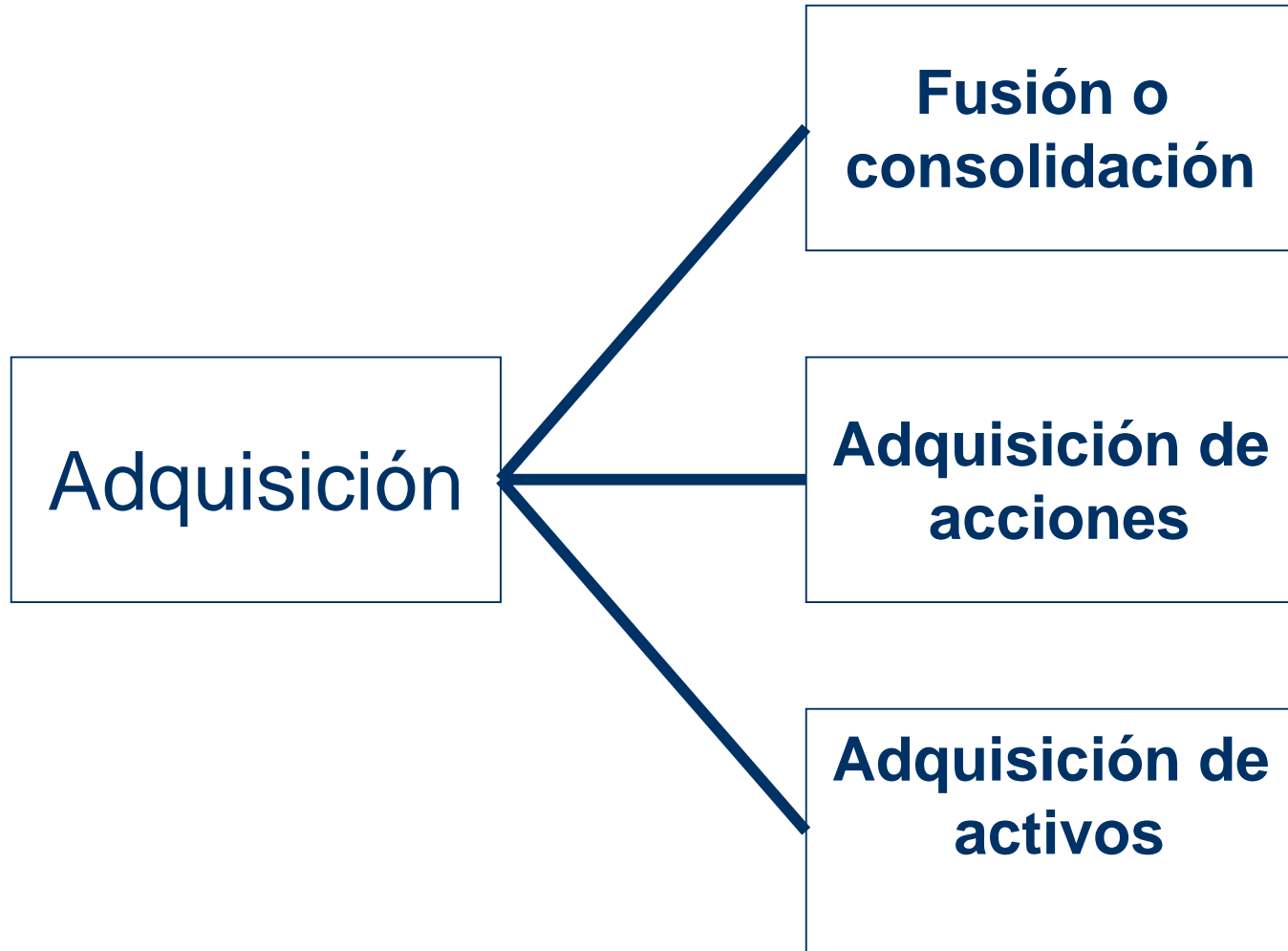
Septiembre de 2002

Copyright © 2003 by Dr. Guillermo López Dumrauf

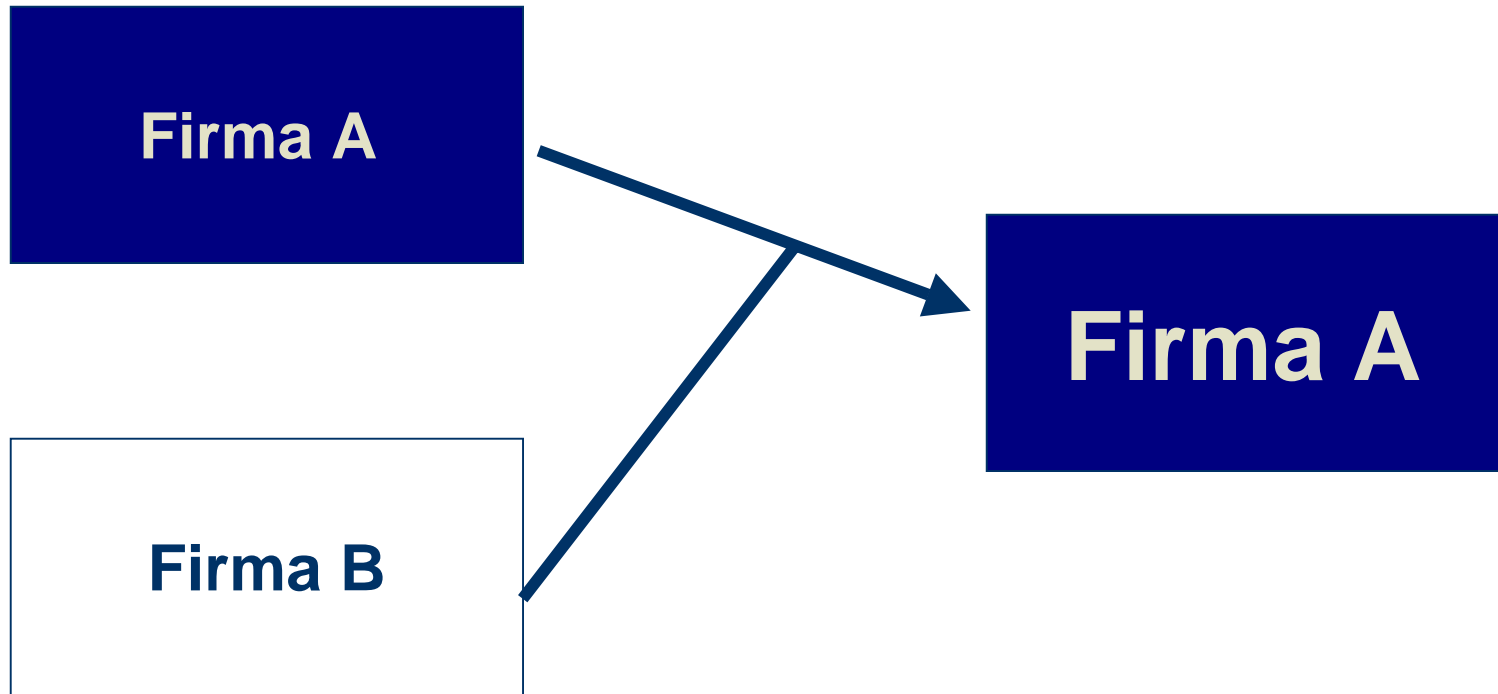
No part of this publication may be reproduced, stored in a retrieval system, or transmitted in any form or by any means — electronic, mechanical, photocopying, recording, or otherwise — without the permission of Dr. Dumrauf

This document provides an outline of a presentation and is incomplete without the accompanying oral commentary and discussion.

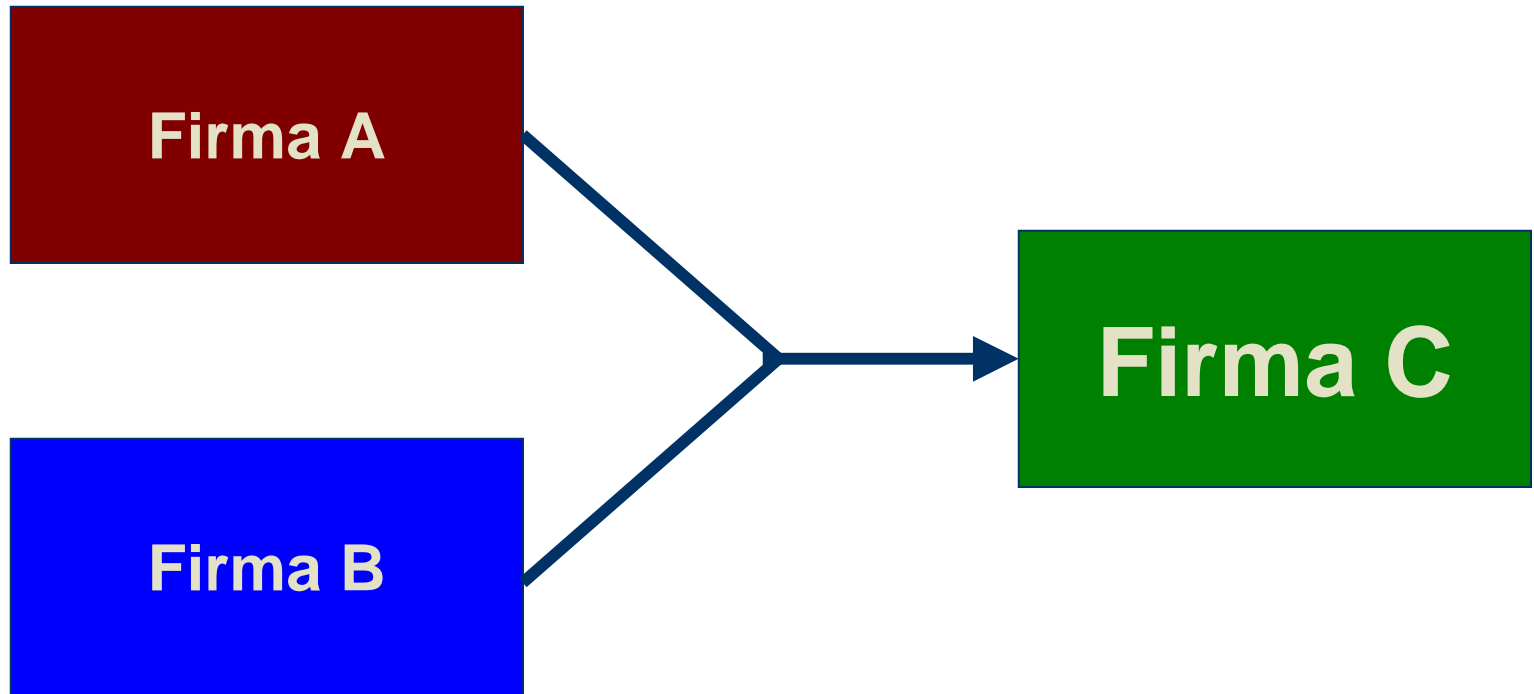
Formas de adquisición



Fusión



Consolidación



Formas de adquisición

Adquisición	Ventajas	Desventajas
Fusión	No hace falta transferir a la empresa adquirente la propiedad de los activos individuales de la compañía.	Requiere aprobación de los accionistas
Compra de acciones	Posibilidad de ofertar "por niveles" para obtener el control.	Requiere aprobación de los accionistas (se les realiza una oferta y éstos deben decidir)
Compra de activos	No hay que preocuparse de la existencia de accionistas minoritarios	Costos de transacción adicionales (legales, administrativos, etc)

Algunas diferencias entre fusiones y presupuesto de capital

- ◆ La fusión envuelve la compra de todo el portafolio de activos y obligaciones de otra firma
- ◆ Flujos de fondos incrementales difíciles de estimar
- ◆ Como es financiada la compra tiene especial **importancia** (la adquisición puede alterar la estructura de capital del adquirente, y se produce una interacción entre la decisión de inversión y la de financiamiento)

Algunas diferencias entre fusiones y presupuesto de capital

- ◆ A veces las firmas tienen que tomar decisiones rápidas con información incompleta
- ◆ En los proyectos de inversión muchas variables se predefinen; en una fusión las variables se encuentran predefinidas

Tipos de fusiones

- ◆ Vertical: hacia atrás (compra de un proveedor) o hacia delante (compra de un distribuidor)
- ◆ Horizontal: combina dos firmas en la misma línea de negocios
- ◆ Conglomerado: combina firmas en distintas líneas de negocios

Motivos para las fusiones

Motivaciones válidas

- ◆ Eficiencias operativas
- ◆ Recursos complementarios
- ◆ Beneficios fiscales
- ◆ Uso fondos excedentes
- ◆ Crecimiento
- ◆ Competencia

Motivaciones discutibles

- ◆ Diversificación
- ◆ Sinergias financieras
- ◆ Aumento de las ganancias por acción
- ◆ Control
- ◆ Compra de activos por debajo del costo

Motivos válidos: la sinergia

- ◆ Eficiencias operativas (economías de escala técnicas, de integración, eliminación de ineficiencias)
- ◆ Recursos complementarios (cuando es más barato fusionarse que desarrollar el recurso faltante)
- ◆ Beneficios fiscales (quebrantos fiscales acumulados)
- ◆ Excedente de fondos (alternativa de inversión)

Sinergia

Existe sinergia cuando el valor de las firmas combinadas supera la suma de los valores por separado

$$V_{AB} > V_A + V_B$$

Sinergia

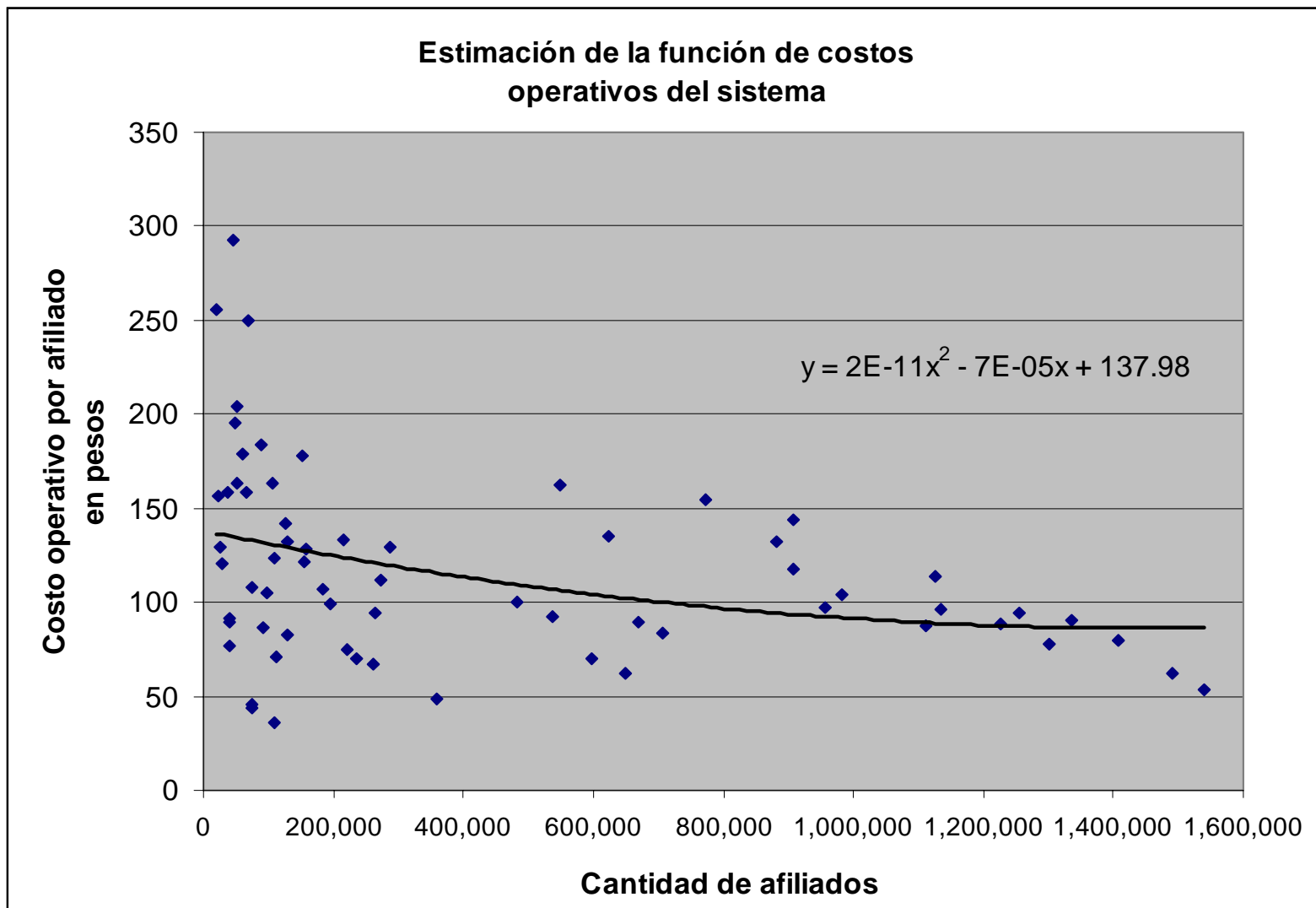
Empresa	Flujo de fondos (perpetuidad)	Costo de capital	Valor de la firma
Spring	\$ 10	10 %	100 millones
Textiles	\$ 10	10 %	100 millones
Spring + Textiles	\$ 22	10 %	220 millones

¿Si la fusión genera sinergia, cuál es V_{AB} ? ¿Cuál es V'_B ?

La ganancia derivada de la fusión es: $220 - (100+100)=20$

Y el valor de la empresa B para la empresa A es: $V'_B = 20 + 100 = 120$

Economías de escala



Motivos discutibles

- ◆ Diversificación
- ◆ Sinergias financieras
- ◆ Compra de activos por debajo del costo
- ◆ Control

Diversificación

Firmas	Cantidad de acciones	Precio p/acción	Valor de mercado
A	1 millón	\$ 20	20.000.000
B	3 millones	\$ 10	30.000.000
A + B	5 millones	\$ 10	50.000.000

Sinergias financieras

En la deuda también existen economías de escala: emisiones mayores reducen los los costos de flotación en términos relativos y la empresa obtiene un ahorro en la colocación de sus títulos de deuda.

La parte discutible de la sinergia financiera es el el argumento del menor riesgo debido a la garantización mutua de deuda, de forma tal que si uno de los negocios falla, los acreedores pueden cobrar de la otra parte.

El contraargumento es que si bien la fusión reduce la probabilidad de quiebra, y los accionistas se ven beneficiados por un interés menor, lo hacen sólo a cambio de una mayor protección a los bonistas, sin obtener una ganancia neta (claim dilution)

Sinergias financieras – coinsurance effect

	Optimista	Normal	Pesimista	Valor de mercado (ponderado)
Probabilidad	40 %	50 %	10 %	
<u>Firma A</u>				
Deuda	30	30	20	29
Acciones	20	6	-	11
Total	50	36	20	40
<u>Firma B</u>				
Deuda	-	-	-	-
Acciones	75	54	30	60
Total	75	54	30	60
<u>Firma A + Firma B</u>				
Deuda	30	30	30	30
Acciones	95	60	20	70
Total	125	90	50	100

La riqueza de los bonistas de A aumenta en \$1

(B cubre \$10 que faltan para llegar a 20 y disminuye el valor de sus acciones en la misma cantidad)

En cambio, el valor de las acciones de la fusionada se reduce en \$1 El valor de las acciones de A+B=70 cuando por separado valían \$71 (11+60)

Bootstrap effect

	Omega	Titán	Omega + Titán
Utilidad neta	\$ 400.000	\$ 400.000	\$ 800.000
Cantidad de acciones	100.000	100.000	150.000
Ganancia por acción (EPS)	\$ 4	\$ 4	\$ 1,33
Precio de la acción	80	40	20
Valor de mercado	8.000.000	4.000.000	3.000
Price earning	20	10	15

Como las acciones de Omega valen el doble que las de Titán, los accionistas de Titán sólo tendrán 50.000 acciones de la firma fusionada, que tendrá 150.000 acciones

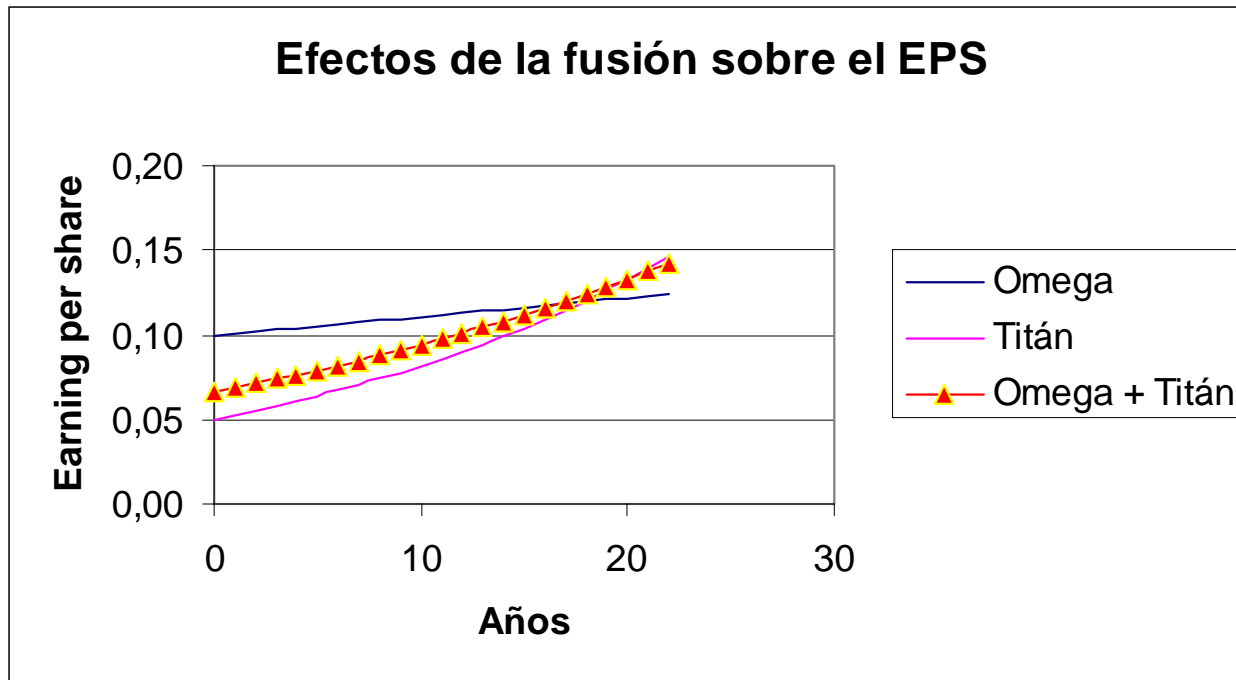
Bootstrap effect

Suponga que Titán crece al 5 % anual mientras Omega lo hace al 1 %:

\$1 invertido en Titán compra \$0,05 de utilidades ($1/80 \times 4$) y \$1 invertidos en Omega compra \$0,10 de utilidades ($1/40 \times 4$)

¿Qué ocurre con el EPS luego de la fusión?

Bootstrap effect



Si el valor total no es alterado con la fusión, \$1 invertidos en la firma fusionada comprará \$0,67 con un crecimiento menor al de Omega antes de la fusión. Los accionistas de Omega tendrán EPS menores en el corto plazo pero crecimiento más rápido

Compra de activos por debajo del costo

El valor de los activos depende de los futuros rendimientos (normalmente expresado como el valor presente de los flujos de caja futuros) no del costo de adquirirlos

De nada sirve comprar una fábrica de sombreros por un precio menor al que costaría desarrollarla desde cero, si la gente está dejando de usar sombreros

Control

El valor del control depende inversamente de la calidad del management de la compañía target. A mayor calidad del management, menor valor del control y viceversa

El valor del control es la diferencia entre el valor de la cía reestructurada (cambio en el mix del financiamiento, liquidación de activos no rentables, política de dividendos) y el valor de la cía sin reestructurar

Valor del control = Valor cía reestructurada – Valor cía sin reestructurar

Preguntas

1. ¿Qué es una fusión y cuál es la diferencia con una consolidación?
2. ¿Cuáles son las diferencias fundamentales entre la adquisición de una empresa y un proyecto de inversión?
3. Haga una lista con cuatro motivos válidos y con cuatro motivos discutibles para que una fusión tenga lugar
4. Responda verdadero o falso a las siguientes afirmaciones:
 - a. En una sinergia, el valor combinado de $A + B$ debería ser mayor que el valor de A y B por separado
 - b. Cuando dos firmas con resultados muy volátiles se fusionan, el valor de mercado se incrementa porque los beneficios se estabilizarán luego de la fusión
 - c. En una fusión donde no se ha utilizado toda la capacidad de endeudamiento, habrá una transferencia de riqueza de los accionistas hacia los obligacionistas
 - d. La evidencia empírica sugiere que las ganancias por una fusión son sobreestimadas y luego no se concretan en la práctica.

Ejercicios – El valor del control

“Mismanaged Inc” es una cía que opera debajo de su potencial. Los datos para construir el cash flow son los siguientes:

- El cash flow para accionistas se supone crecerá al 4,45% después del año 5
- La firma no usa deuda, pero se supone que soportaría un ratio D/E=50% (y el rating de las obligaciones a emitir sería A, cargando una tasa de interés del 9% con un beta deuda=0,4
- El beta actual (desapalancado, ya que no usa deuda)=0,8
- $R_f=7\%$ y $r_m-r_f=5\%$

¿Cuál es el valor de “Mismanaged Inc” bajo estos supuestos?

	1	2	3	4	5
Revenues	150	155	159	166	170
Variable costs (70% of revenue)	105	108,5	111,3	116,2	119
Fixed costs	25	26	26	27	27
Depreciation	15	16	16	17	17
EBIT	5	4,5	5,7	5,8	7
Interest	0	0	0	0	0
EBT	5	4,5	5,7	5,8	7
Taxes 40%	2	1,8	2,28	2,32	2,8
Net Income	3	2,7	3,42	3,48	4,2
Add back depreciation	15	16	16	17	17
Increase in working capital	3,8	3,9	4	4,2	4,3
Cash flow to equity	14,2	14,8	15,42	16,28	16,9

Ejercicios – El valor del control

$$k_e = 7\% + 5\% \times 0,80 = 11\%$$

	1	2	3	4	5
Revenues	150	155	159	166	170
Variable costs (70% of revenue)	105	108,5	111,3	116,2	119
Fixed costs	25	26	26	27	27
Depreciation	15	16	16	17	17
EBIT	5	4,5	5,7	5,8	7
Interest	0	0	0	0	0
EBT	5	4,5	5,7	5,8	7
Taxes 40%	2	1,8	2,28	2,32	2,8
Net Income	3	2,7	3,42	3,48	4,2
Add back depreciation	15	16	16	17	17
Increase in working capital	3,8	3,9	4	4,2	4,3
Cash flow to equity	14,2	14,8	15,42	16,28	16,9
Terminal value					269
	14,2	14,8	15,42	16,28	286
Equity value	\$ 216,77				

Ejercicios – El valor del control

Un grupo cree que puede reestructurar la cía con un ratio D/E=50% y producir los siguientes cambios:

- Las ventas crecerían al 5%
- Los costos variables se ubicarían en el 65% de las ventas
- El incremento en el working capital será 2,5% mayor que con el management existente
- El interés anual se ubicaría en 7,6 millones
- El flujo de fondos para los accionistas crecería al 6% a partir del año 6

	1	2	3	4	5
Revenues	157,5	162,8	167,0	174,3	178,5
Variable costs (65% of revenue)	102,4	105,8	108,5	113,3	116,0
Fixed costs	25,0	26,0	26,0	27,0	27,0
Depreciation	15,0	16,0	16,0	17,0	17,0
EBIT	15,1	15,0	16,4	17,0	18,5
Interest	7,6	7,6	7,6	7,6	7,6
EBT	7,5	7,4	8,8	9,4	10,9
Taxes 40%	3,0	2,9	3,5	3,8	4,4
Net Income	4,5	4,4	5,3	5,6	6,5
Add back depreciation	15,0	16,0	16,0	17,0	17,0
Increase in working capital	3,9	4,0	4,1	4,3	4,4
Cash flow to equity	15,6	16,4	17,2	18,3	19,1
Terminal value					337,7
	15,6	16,4	17,2	18,3	356,9
Equity value	253,4				

Valor del control = 253,4 – 216,77 = 36,4 millones