

Fusiones y Adquisiciones

05 de Junio de 2009

Agenda

- Resumen
- El método estándar
- Ejemplo
- Evaluando Sinergias
- Sinergias operacionales potenciales
- The winner's curse
- Preste atención al “lenguaje corporal”

Fusiones y Adquisiciones

Resumen

- Ningún otro evento corporativo demanda mayor **escepticismo analítico** que una transacción de Fusión y Adquisición (M&A en lo que sigue).
- La evidencia sugiere que las M&A **en promedio no crean valor** para los accionistas de la compañía que adquiere.
- En ausencia de creación de valor, hay otras consideraciones para un M&A.
- Para crear valor, la entidad fusionada debe tener sinergias que son raras y costosas de duplicar.
- El acrecentamiento y dilución de utilidades, uno de los indicadores más citados en M&A, es una función –entre otras cosas– de los ratios comparativos PU entre la empresa objetivo y la que adquiere.
- El criterio de acrecentamiento de valor para el accionista de la compañía que adquiere y acrecentamiento de la utilidades, no son lo mismo.
- La idea básica que subyace las transacciones de M&A es que “**1 + 1 = 3**”.
- Además, precios de acciones inflados, proveen financiamiento barato.
- Por otra parte, una empresa que se vende a múltiplos de liquidación, hace que sea más atractiva la adquisición que invertir capital en “crecimiento orgánico”.
- Este tipo de transacciones cambian la posición estratégica y financiera de una compañía de un día para otro.
- Y afectan de manera más rápida e importante el precio de las acciones.
- Con lo cual se producen oportunidades de compra y venta que se pueden explotar.



¿Cómo añade valor la compañía que adquiere? (1/4)

El método estándar

- La manera más directa de evaluar un M&A es el impacto inmediato en la utilidad por acción (UPA).
- El acrecentamiento de la UPA es visto como una buena noticia, mientras que una dilución, es una mala noticia.
- Pero esto es demasiado simplista. Incluso puede ocurrir un crecimiento en la UPA sin **ninguna** mejora en las operaciones de las dos compañías.
- En efecto, puede ocurrir que crece la UPA para la compañía que adquiere, aún cuando las utilidades de la compañía combinada se reducen.
- ¿Cuándo puede ocurrir lo anterior? Cuando la PU de la compañía que adquiere es mayor que el múltiplo de la empresa target (incluyendo el premio en el precio de compra)



INGENIERIA INDUSTRIAL
UNIVERSIDAD DE CHILE

Ejemplo

- La compañía Objetivo, antes del negocio, tiene una capitalización de mercado de \$2.800 millones (40 millones de acciones a \$70 cada una).
- La firma Compradora, ofrece intercambiar una de sus acciones (con precio de mercado de \$100 cada una) por cada acción de la Objetivo.
- Esto representa un premio de \$30 en relación a la cotización actual de Objetivo.
- Después de la fusión, habrán 90 millones de acciones (50 millones + 40 millones)

	Compradora	Objetivo	Combinada
Precio por acción	\$ 100	\$ 100 *	
UPA	4	10	6,67
PU	25	10	
Número de acciones	50	40	90
Utilidades totales	200	400	600

* Precio de oferta (incluye premio).

¿Cómo añade valor la compañía que adquiere? (2/4)

Evaluando Sinergias

- El cambio en el valor, para los accionistas de la compañía que adquiere, a partir de un M&A deber ser igual al valor presente de las sinergias menos el premio de adquisición.
 - Ya que el premio es conocido cuando se anuncia el negocio, nuestra tarea es determinar cuándo las sinergias son suficientes para añadir valor.
 - ¿Cómo determinar si las sinergias que se esperan son realistas?
1. Fuentes y magnitudes de las sinergias, información que usualmente proveen las compañías involucradas. Depende de la credibilidad del management.
 2. Mirar las potenciales sinergias operacionales y la posibilidad de que enfrente menores impuestos o costos de financiamiento.



Sinergias operacionales potenciales

- Oferta de productos más amplia, canales de distribución más amplios, mejora en la cobertura geográfica.
- Economías de escala en el abastecimiento de productos o marketing
- El management puede eliminar actividades redundantes (ventas, administración, etc.)
- El negocio ofrece oportunidades de reorientación de activos o acceso a habilidades gerenciales específicas que llevan a menores necesidades de inversión de largo plazo.

¿Cómo añade valor la compañía que adquiere? (3/4)

The winner's curse

- Aún cuando el Comprador realiza el M&A con las mejores intenciones, capturar las sinergias es claramente un desafío.
- Lo primero es mantener el valor de los negocios originales.
- Y sin premio, ambas compañías reflejan en sus precios de mercado las mejoras en desempeño que se espera para ellas.
- Luego el premio puede tener expectativas muy optimistas.
- Además los competidores podrían replicar fácilmente los beneficios del M&A.
- Los competidores también pueden acceder al talento, mientras la incertidumbre organizacional es alta.
- Aún cuando un M&A es un atajo para crecer, el pago se tiene que hacer hoy.
- Muy frecuentemente el precio de otras adquisiciones “comparables” determina el precio de compra de una adquisición; más que un riguroso análisis de dónde, cuándo y cómo el management puede realmente alcanzar las mejoras de desempeño.
- Luego, el precio puede tener poca relación con el valor alcanzable.
- Finalmente, deshacer una fusión que va mal puede ser difícil y extremadamente costoso. Managers, con su credibilidad en juego, pueden asumir que aún cuando están perdiendo dinero, más tiempo y más dinero pueden darles la razón.



¿Cómo añade valor la compañía que adquiere? (4/4)

Preste atención al “lenguaje corporal”

- La elección de adquirir vía efectivo o canje de acciones es una señal potente.
- Si es en efectivo, los accionistas de la empresas que adquiere asumen todo el riesgo (y la recompensa) si las sinergias no se materializan.
- Cuando hay canje, el comprador y el vendedor comparten el riesgo y la recompensa.
- Luego la elección de efectivo o canje envía la señal del riesgo percibido por la empresa que adquiere, de fallar en alcanzar las sinergias esperadas.
- Si hay confianza, paga en efectivo.
- Si el management cree que el mercado está subvalorando sus acciones, entonces este no debería emitir nuevas acciones, ya que al hacerlo penaliza a los actuales accionistas.
- Las investigaciones académicas encuentran consistentemente que el mercado considera la emisión de acciones de pago como un signo de que el management cree que la acción está sobrevalorada.
- No obstante, la decisión caja-canje no siempre es tan directa. Por ejemplo, una compañía puede no tener el suficiente efectivo o capacidad de endeudamiento para hacer la oferta en efectivo.
- De tal manera, no se puede considerar una oferta en efectivo o canje de acciones como una señal concluyente de los prospectos de la compañía que adquiere.



Fusiones y Adquisiciones

05 de Junio de 2009

¿Preguntas?
¿Comentarios?



INGENIERIA INDUSTRIAL
UNIVERSIDAD DE CHILE