

# Introducción a las Fusiones y Adquisiciones

Unidad 9 - Unidad 10

**Alfonso Chang Medina**

achangm@uni.edu.pe

**Universidad Nacional de Ingeniería**  
Facultad de Ingeniería Económica y CC.SS.  
**Finanzas Corporativas II**

2 de agosto de 2022



# Contenido

- 1 Formas Básicas de Fusiones y Adquisiciones
- 2 Tomas de Control y Tácticas Defensivas
- 3 Sinergias y VAN de una Fusión
- 4 Los Efectos Fiscales de las Fusiones y Adquisiciones
- 5 Los Efectos en las Utilidades por Acción (UPA)
- 6 Desinversiones y Reestructuraciones
- 7 Estudio de Caso



# FINANZAS CORPORATIVAS II

UNIDAD:9'

Introducción a las Fusiones y Adquisiciones I

## Formas Básicas de Fusiones y Adquisiciones



# Formas Básicas de Fusiones y Adquisiciones

Se pueden desarrollar de las siguientes formas básicas:

- Fusión (o Consolidación).
- Adquisición de Acciones.
- Compra de Activos

## Fusión o Consolidación:

- **Fusión:** Es cuando una compañía absorbe a otra en su totalidad. Luego de la transacción, la compañía absorbida deja de existir.
- **Consolidación:** Es lo mismo que la fusión, pero al finalizar la transacción, las dos compañías desaparecen y surge una nueva, con nueva existencia jurídica.



# Formas Básicas de Fusiones y Adquisiciones

## Fusión o Consolidación:

Para simplificar, fusión o consolidación se considerarán lo mismo. Datos de vital importancia:

- La fusión es simple a nivel jurídico, evita la necesidad de transferir activos de una compañía a otra.
- Los accionistas de ambas compañías deben aprobarla (generalmente basta la conformidad de las 2/3 de los accionistas).
- Accionistas de empresa adquirida, obtienen **derechos de valuación**.
- **Derechos de valuación:** Los accionistas de la empresa adquirida, pueden exigir que la compañía adquiriente compre sus acciones a un precio *justo*.
- Encontrar el precio *justo*, es difícil, por lo que los accionistas que se oponen a la fusión, puede llegar incluso a juicio para buscar un precio más favorable.



# Formas Básicas de Fusiones y Adquisiciones

## Adquisición de acciones:

Consiste en comprar las acciones que tienen derecho a voto de una empresa, a través del intercambio de efectivo.

- Generalmente se presenta la propuesta de adquisición de forma directa a los accionistas de la empresa a ser comprada mediante una **Oferta Pública de Adquisición (OPA o Takeover Bid)**.
- Las OPA son comunicadas a los accionistas de la empresa objetivo son comunicadas por periódicos, o correo electrónico. Esto es un poco más difícil, ya que casi no hay una lista de consolidada de todos los accionistas.



# Formas Básicas de Fusiones y Adquisiciones

## Adquisición de acciones:

Motivos para elegir una adquisición de acciones o una fusión:

- La OPA no implica asambleas de accionistas ni nada. Si los accionistas de la empresa objetivo no la quieren aceptar, no hay problema.
- En la OPA, la empresa adquiriente trata directamente con los accionistas y no tratar con el concejo administrativo de la empresa objetivo.
- Los gerentes de empresa objetivo puede resistirse a la OPA. Esto puede elevar el precio por acción, incluso al precio que podría ocurrir en una fusión.
- Una pequeña parte de accionistas de la compañía adquirida se niega a vender, por lo que nunca se puede absorber del todo a la empresa.
- Absorber de forma completa implica una fusión. Una OPA generalmente implicará una fusión formal luego.





# Formas Básicas de Fusiones y Adquisiciones

## Compra de Activos:

La adquiriente compra todos los activos de la empresa objetivo:

- La empresa no tiene porqué desaparecer. La adquiriente puede conservarla como un *cascarón*.
- Frente a la adquisición de acciones, la compra de activos NO se queda con algunos accionistas minoritarios.
- Sin embargo, la transferencia de propiedad sobre los activos comprados puede ser costosa.



## Tomas de Control y Tácticas Defensivas



# Tomas de Control Amistosas y Hostiles

## Tomas de Control Amistosas)

Tener el control, es algo relativo. Se puede alcanzar con un 20% de las acciones con derecho a voto, puede ser más, o menos. Se puede tomar control de los miembros del concejo de administración de la empresa objetivo. El objetivo de la toma de control, es eventualmente forzar una fusión.

Respecto a las Fusiones y Adquisiciones, se puede señalar que:

- Son iniciadas por la empresa adquiriente, no la empresa objetivo.
- Si la empresa objetivo está de acuerdo, a largo plazo se logrará la fusión.
- Los concejos de administración, ya sea de la empresa adquiriente u objetivo, deberán aprobar la transacción.



# Tomas de Control Amistosas y Hostiles

## Tomas de Control Hostil

La gran mayoría de las veces, este tipo de transacción implica un conflicto que puede escalar a una gran magnitud, generando estrategias ofensivas (por parte de la empresa adquiriente):

- **Trampolín:** Compra secreta y oculta, hasta cuando se pueda, de las acciones de la empresa objetivo. La regulación, en algún momento obligará al adquiriente hacer pública sus intenciones, pero ya habrá pasado tiempo valioso para repeler el ataque.
- **Oferta Directa:** Se hace de forma pública a todos los accionistas. Puede referirse a todas las acciones en circulación, o hasta un porcentaje de las mismas. La regulación obligará mantenerla durante un intervalo de tiempo, para que la empresa objetivo tenga el tiempo suficiente para una contraofensiva.



# Tomas de Control Amistosas y Hostiles

## Tomas de Control Hostil

- **Barrer las calles:** Se realiza una vez vencida la oferta directa. Consiste en comprar acciones, sin importar los dueños, sin importar el precio, con tal de obtener el control. Se utiliza con objetivos más allá de los económicos inmediatos (quizás tener acceso a patentes, diseños u otro tipo de activo de la empresa objetivo. Lo que se busque, debe ser demasiado valioso para realizar esta estrategia.)
- **Contienda por poderes de representación:** Con cierta porción de acciones en poder del adquiriente, este puede contratar un especialista en recopilación de votos, y en siguiente consejo directivo, puede hacer que sus candidatos queden electos, y tomar control del directorio.



# Tácticas Defensivas

## Tácticas Defensivas

La gran mayoría de las veces, este tipo de transacción implica un conflicto que puede escalar a una gran magnitud, generando estrategias defensivas (de parte de la empresa objetivo):

**Para impedir la toma de control antes de que empiece el juego de poder:**

- **Actas Constitutivas:** Contiene los reglamentos coporativos. Se deben modificar constantemente para relantizar o impedir adquisiciones.
- **Paracaídas Dorado:** Grandes indemnizaciones otorgados a los administradores en caso de adquisición. Desincentiva la adquisición porque la encarece. No es muy usada, porque los administradores pueden traicionar a los accionistas, ya que el paracaídas dorado sería un incentivo, además que este sería un monto pequeño como parte total de la adquisición.



# Tácticas Defensivas

## Tácticas Defensivas

Para impedir la toma de control antes de que empiece el juego de poder:

- **Píldoras Venenosas:** Ideado por Martin Lipton en New York en 1980. Idea genérica: se trata de hacer que o bien le resulte mucho más cara la oferta pública de adquisición (OPA) a la entidad oferente, tanto que desista de la misma, o bien para que si la oferente consigue su objetivo, lo que obtenga no se corresponda con lo que originalmente pretendía. Es como la táctica militar de *Tierra Quemada*: Si no se logra defender el territorio frente al ejército invasor, se debe inutilizar para que no le sea de utilidad.



# Tácticas Defensivas

## Tácticas Defensivas

Para impedir la toma de control después de que empiece el juego de poder:

- **Recompra negociada (greenmail):** La empresa objetivo recompra sus acciones a la adquiriente, a un precio alto, con la promesa de intentar adquirir a la objetivo por un periodo pre definido. Sirve para ganar tiempo antes de la confrontación futura.
- **Convenios de inmovilización:** El adquiriente, previo pago, promete limitar su participación dentro de la empresa objetivo.
- **Caballero Blanco:** La empresa objetivo podría preferir ser adquirida con una empresa amigable, en vez de la adquiriente hostil.
- **Escudero Blanco:** Una empresa es invitada a ser inversionista, con la condición de siempre votar de acuerdo las decisiones de la administración.





# Tácticas Defensivas

## Tácticas Defensivas

Para impedir la toma de control después de que empiece el juego de poder:

- **Recapitalización Apalancada:** La empresa objetivo emite deuda para pagar dividendos. Hace que las acciones suban de precio, lo que hace que la adquisición ya no sea tan atractiva.
- **Recompra de acciones:** La empresa objetivo emite deuda para comprar acciones. El efecto es lo mismo que lo anterior.
- **Oferta de Recompra Excluyente:** La empresa objetivo recompra acciones, pero dirigida a propietarios específicos, transfiriendo riqueza de la adquirente al resto de accionistas.
- **Reestructuraciones de activos:** Vender activos hace que suba el precio de acciones, disuadiendo la adquisición.



## Sinergias y VAN de una Fusión



# Sinergias y VAN de una Fusión

## Sinergias

Es la diferencia entre el valor de la nueva empresa combinada, respecto al valor de las compañías de forma individual.

$$\text{Sinergia} = V_{AB} - V_A - V_B$$

Donde:

- $V_A$ : Valor de Empresa adquirente.
- $V_B$ : Valor de Empresa objetivo.
- $V_{AB}$ : Valor de Empresa combinada



# Sinergias y VAN de una Fusión

## Origen de la Sinergias

$$\Delta FE_t = \Delta Ing_t - \Delta Costos_t - \Delta Impuestos_t - \Delta RequerimientosCapital_t$$

Donde:

- $\Delta FE_t$ : Diferencia entre Flujos de Efectivo en el momento  $t$  de la empresa combinada y la suma de flujos de efectivo de las dos firmas independientes.
- $\Delta Ing_t$ : Incremento de ingresos debido a la adquisición.
- $\Delta Costos_t$ : Incremento de costos debido a la adquisición.
- $\Delta Impuestos_t$ : Incremento de impuestos debido a la adquisición.
- $\Delta RequerimientosCapital_t$ : Incremento de la nueva inversión que se requiere en capital de trabajo y activos fijos.



# Sinergias y VAN de una Fusión

## VAN de una Fusión

Hay dos puntos de vista: cuando se realiza respecto al Efectivo, o con Acciones Comunes

### Efectivo:

Es cuando para lograr la adquisición, se le paga a los accionistas de la compañía objetivo, con dinero en efectivo. Sabemos que:

$$V_{AB} = V_A - V_B + \text{Sinergia}$$

Luego, el valor de la empresa ya fusionada, descontado el pago en efectivo, se tiene:

$$V_{AB\_post} = V_{AB} - \text{EfectivoPagado}$$

Finalmente, el VAN de la empresa adquiriente, sería:

$$VAN_A = V_{AB\_post} - V_A$$



# Sinergias y VAN de una Fusión

## VAN de una Fusión

### Acciones:

Es cuando para lograr la adquisición, se le paga a los accionistas de la compañía objetivo, acciones comunes. La proporción de acciones que quedan en manos de los accionistas de la empresa objetivo, luego de la adquisición, está dada por:

$$\alpha = \frac{V_{AB\_post} - V_{AB}}{V_{AB}} = \frac{\text{NuevasAccionesEmitidas}}{\text{AccionesAnteriores} + \text{NuevasAccionesEmitidas}}$$

### Entonces, ¿Efectivo o acciones?

Depende de muchas variables, pero es determinante, el precio de las acciones del oferente (empresa adquiriente)



# FINANZAS CORPORATIVAS II

UNIDAD:10'

Introducción a las Fusiones y Adquisiciones II

## Los Efectos Fiscales de las Fusiones y Adquisiciones





# Los Efectos Fiscales de las Fusiones y Adquisiciones

Pueden haber dos tipos de transacciones:

- **Adquisición Gravable:** Se asume que los accionistas de la empresa objetivo venden sus acciones y los impuestos aplican a las ganancias o pérdidas de capital.
- **Adquisición Exenta de Impuestos:** Cuando los accionistas de la empresa objetivo reciben acciones de igual valor, por lo que no hay ganancias ni pérdidas de capital.



## Los Efectos en las Utilidades por Acción (UPA)



# Los Efectos en las Utilidades por Acción (UPA)

- Una adquisición puede crear la **ilusión** de crecimiento de las utilidades. No es real.
- El ratio Precio de Acción / Utilidad por Acción (P/U) dependen más de la expectativa del mercado con respecto al índice de crecimiento de las utilidades de esa compañía.
- Cuando la fusión no genera sinergias, el mercado de manera inteligente, entenderá que no se generó sinergias.
- La razón (P/U) cae, debido al menor desempeño de la acción adquirida,
- El mercado podría ser engañado, debido a que las Utilidades por Acción de la compañía adquiriente aumentan. Sin embargo, eso no es real, ya que sólo es un efecto contable. El mercado solo fue engañado pocas veces en el siglo pasado.
- Última vez que funcionó: Caso LTV Industries, ITT y Litton Industries en 1960.



# Desinversiones y Reestructuraciones



# Desinversiones y Reestructuraciones

## Desinversiones y Reestructuraciones:

- **Venta:** Una división, unidad de negocios, segmento o grupo de activos a otra compañía. Permite protegerse de adquisiciones hostiles, obtener efectivo cuando se tiene poca liquidez, etc. La realidad empírica da testimonio de: (1) rendimientos de las acciones del vendedor son positivos alrededor del momento en que se anuncia la venta, lo cual indica que estas transacciones crean valor para el vendedor, y (2) las adquisiciones se vendan unos cuantos años más adelante, resultado que no habla bien de las fusiones.
- **Cesión:** la empresa matriz convierte una división en una entidad independiente y distribuye acciones entre los accionistas de la empresa matriz.



# Desinversiones y Reestructuraciones

## Desinversiones y Reestructuraciones:

- **Separación de Unidades:** la empresa convierte una división en una entidad independiente y luego vende acciones de ésta al público. En general, la empresa matriz conserva una participación.
- **Emisión de acciones de monitoreo:** Una corporación emite acciones de rastreo para “dar seguimiento” al desempeño de una de las divisiones específicas que la componen. Por ejemplo, si las acciones de rastreo pagan dividendos, el tamaño de éstos depende del desempeño de la división. Sin embargo, aunque las acciones de monitoreo se negocian aparte de las acciones de la empresa matriz, la división permanece dentro de ésta. En contraste, la subsidiaria se separa de la matriz en una cesión de activos.



# FINANZAS CORPORATIVAS II

ONE MORE FINAL

Caso de Estudio

## Sinergias y VAN de una Fusión





# Estudio de Caso

Revise el PDF adjunto, e identifique los principales elementos de las operaciones de fusiones y adquisiciones mostradas.



# Referencias

- Finanzas Corporativas (Novena Edición). Ross Et Al.. *McGrawHill*. 2012.



# The End

