

Fusiones y Adquisiciones

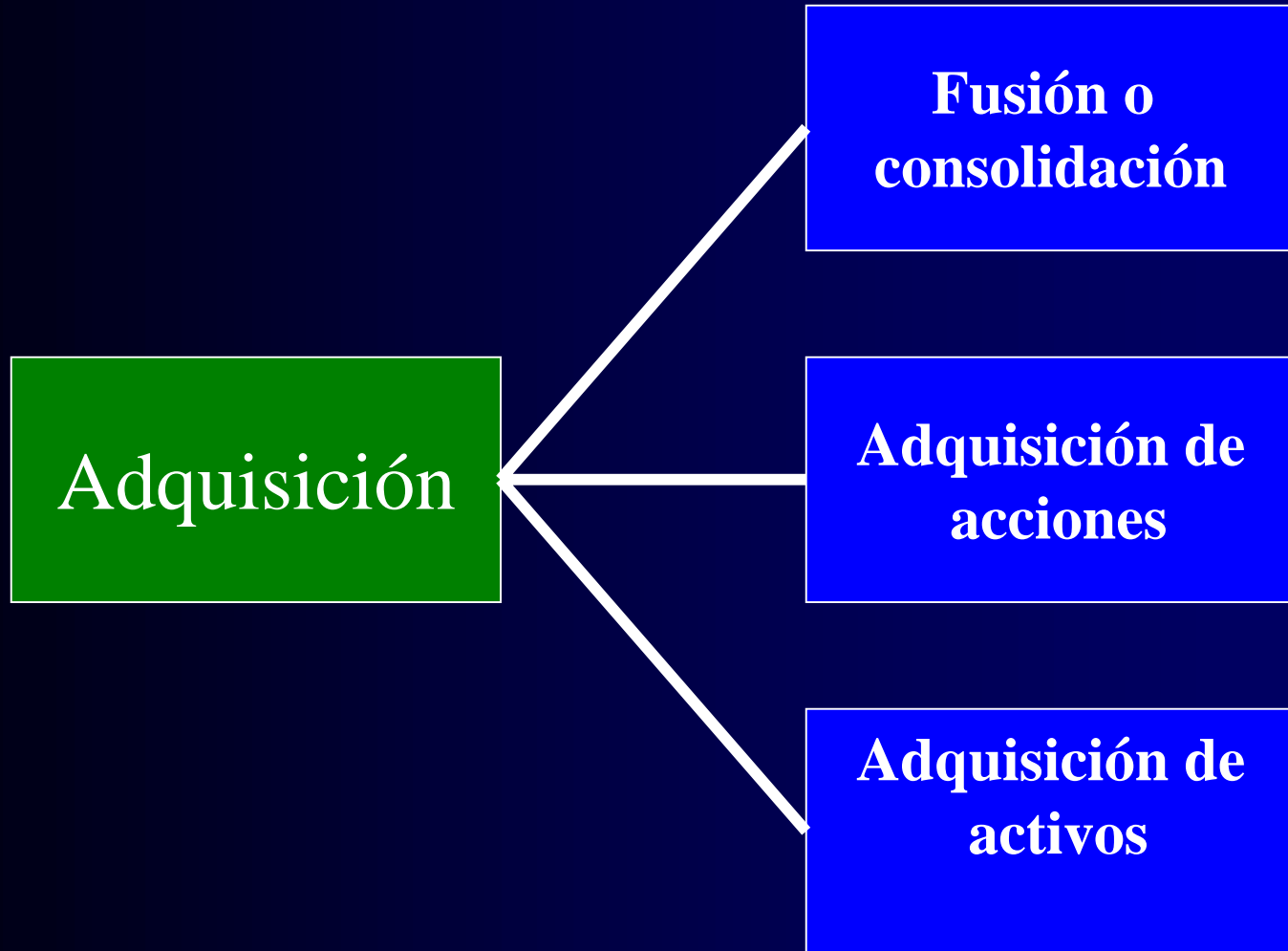
Dr. Guillermo López Dumrauf

Universidad del Cema

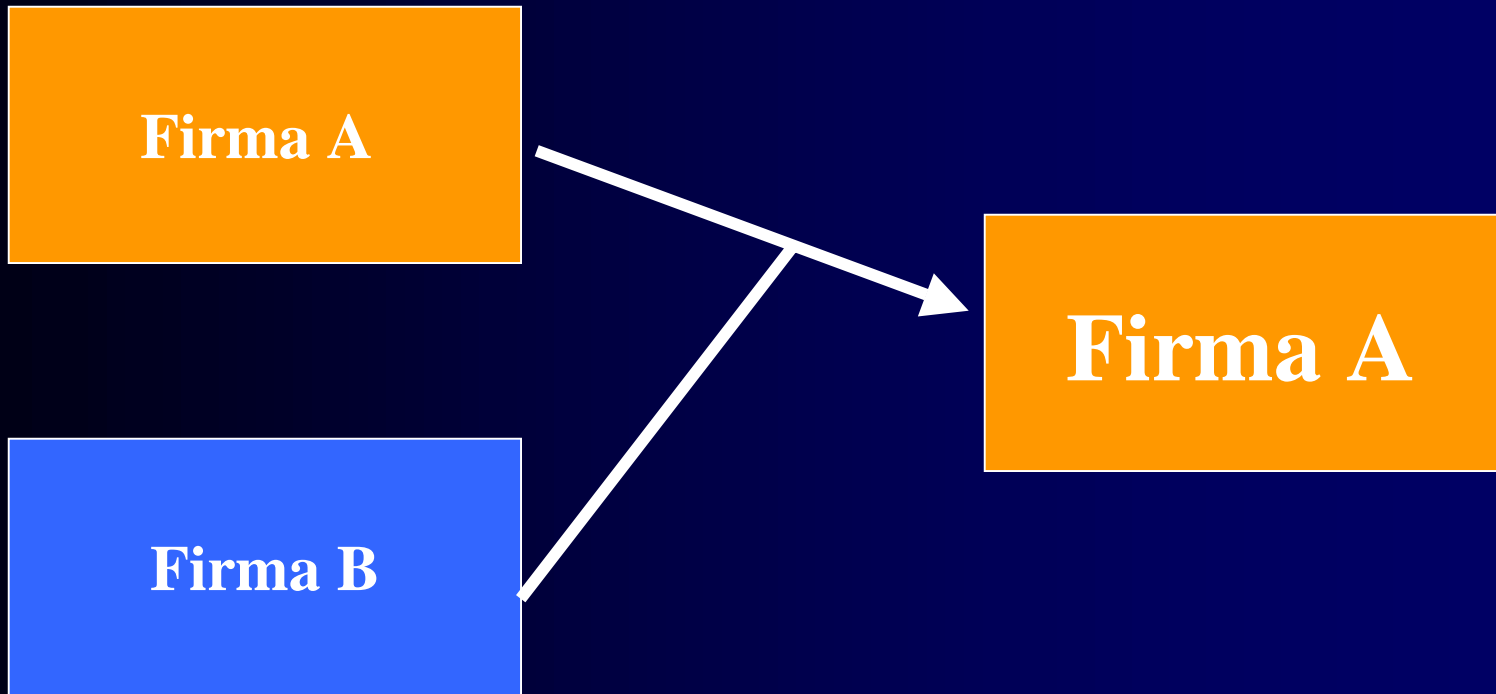
Septiembre de 2001

dumrauf@mbox.servicenet.com.ar

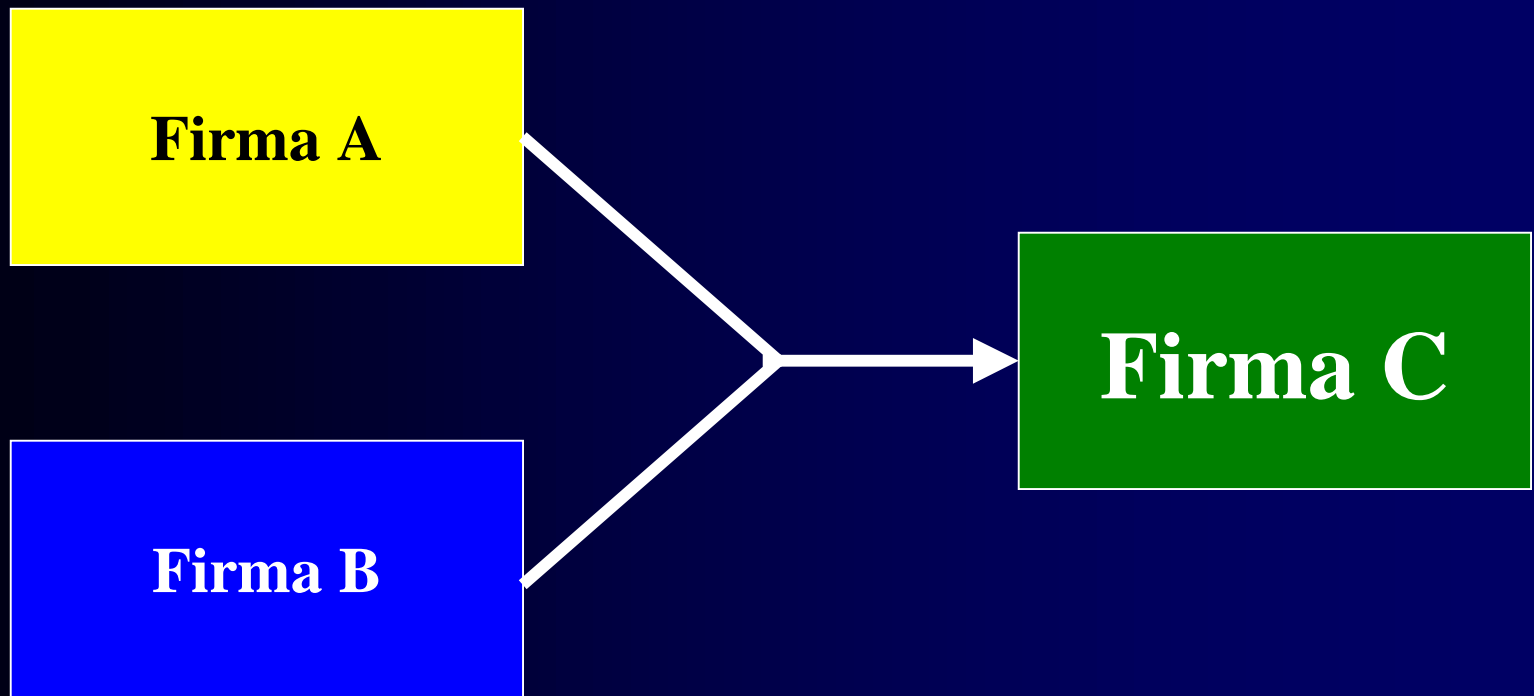
Formas de adquisición



Fusión



Consolidación



Tipos 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)

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)

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 fusión

- 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

Motivaciones 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)
- Crecimiento y reducción de la competencia

Sinergia

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

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

Valor de la 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

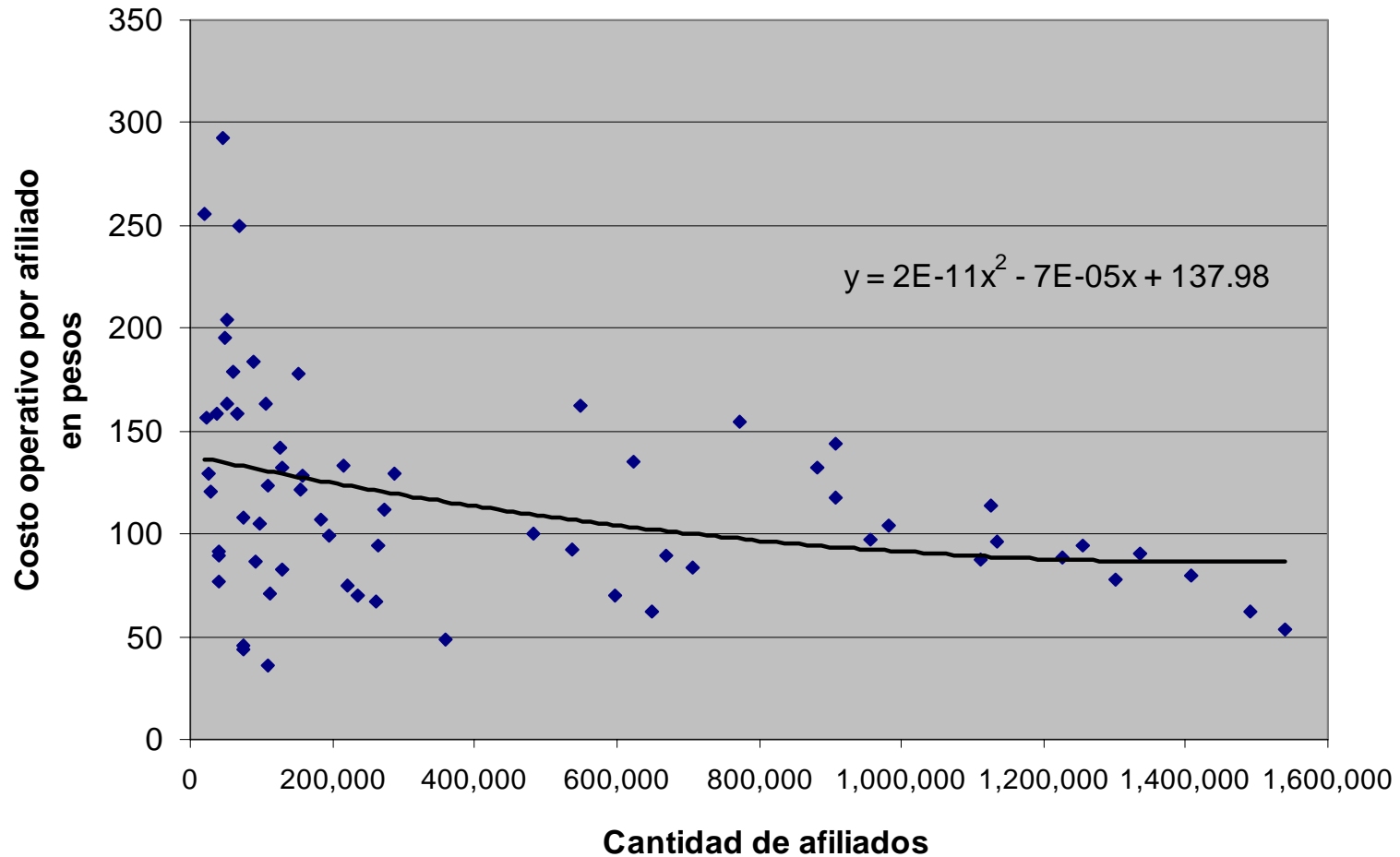
¿Si la fusión genera sinergia, cuál es V_{AB} ? ¿Cuál es V_B ?

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

Estimación de la función de costos operativos del sistema



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

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

El juego de la pirámide

	Omega	Titán	Omega + Titán
Utilidad Neta	\$ 100.000	\$ 100.000	\$ 200.000
Cantidad de acciones	100.000	100.000	150.000
Ganancia por acción	\$ 1	\$ 1	\$ 1,33
Precio de la acción	10	20	20
Valor de mercado	1.000.000	2.000.000	3.000.000
Price earning	10	20	15

El juego de la pirámide

Efectos de la fusión sobre el EPS

