

**Universidad del CEMA**  
**Master en Finanzas – Orientación Finanzas Corporativas**

**Curso: Fusiones y Adquisiciones – Programa 2005**

**Profesor titular: Dr. Guillermo López Dumrauf**

***Objetivos, Metodología, Programa, Bibliografía y Calendario de actividades***

**a) Objetivos de la Materia y Metodología de Enseñanza-Aprendizaje**

Después de tomar este curso los alumnos deberían ser capaces de explicar porque la adquisición de una empresa puede ser analizada como una forma compleja de inversión, entender los motivos válidos y discutibles para una Fusión y estimar el valor de una compañía a partir de la utilización de diferentes métodos de valuación según corresponda.

El curso será teórico-práctico. Se trabajará también con el método del caso, lo cual permitirá revisar en forma exhaustiva los aspectos teóricos y prácticos tratados en el curso, a la vez de promover el intercambio entre el profesor y los alumnos.

La evaluación del alumno se compone de un examen escrito al final del curso y un trabajo práctico a realizar en grupo.

**b) Programa**

**1. Motivaciones económicas de las fusiones y adquisiciones de empresas**

- 1.1. Tipos de fusión: vertical, horizontal y por conglomerados. Diferencias fundamentales entre el análisis de una Fusión y un problema de *Capital Budgeting*.
- 1.2. Motivaciones válidas por las cuales las empresas se fusionan. La sinergia como objetivo final de la adquisición: eficiencias operativas, economías de escala, escudos fiscales, oportunidades de crecimiento, combinación de recursos complementarios, empleo de fondos excedentes.
- 1.3. Motivaciones discutibles: diversificación, sinergias financieras, compra de activos por debajo de su costo de reposición. El juego de la pirámide.
- 1.4. Fusiones amigables y fusiones hostiles. Tácticas de ataque o defensa ante un intento de adquisición o fusión no deseada: píldoras venenosas, recompra de acciones mediante deuda, "caballeros blancos" y cerrojos. Acciones para evitar conflictos de interés. Premios pagados por el comprador en una fusión.
- 1.5. Etapas de una transacción: valuación, negociación, *due diligence* y contratos. Medios de pago: pagos contingentes y opciones. Tratamiento de contingencias. Aspectos legales, impositivos y tratamientos contables. El *leveraged buy-out*. Componentes y proceso de un LBO. La estructura de capital y la financiación con deuda de entresuelo (*mezzanine debt*).

**2. La valuación de la firma: análisis del desempeño histórico y proyección del desempeño**

- 2.1. Evaluación del desempeño histórico: análisis del comportamiento de las principales variables de la firma y la correspondencia que han guardado en el pasado. Análisis de la posición estratégica, la estructura de la industria y la competencia.
- 2.2. Diseño y proyección del flujo de fondos de la firma: integración del estado económico con el balance, el estado de evolución del patrimonio neto y el cash flow de la firma. Relaciones entre el Free Cash Flow, el Capital Cash Flow y el Equity Cash Flow.
- 2.3. Proyección del desempeño: el uso de "*assumptions*" y el arte en la proyección de los estados financieros. Correspondencia entre el estado económico, rubros de generación espontánea, gastos de capital, impuestos y la consideración del management de activos y pasivos. Precauciones que deben observarse en la práctica. El efecto del "punto de partida".
- 2.4. Consideración del horizonte de proyección explícito y cálculo del valor continuo a partir de la fórmula de la perpetuidad o la consideración de un valor de liquidación.

### **3. Métodos de Valuación de empresas: flujo de fondos descontado y dividendos**

- 3.1. Métodos de valuación por descuento de flujos usando perpetuidades: Free Cash Flow, Capital Cash Flow, Adjusted Present Value (APV), Cash Flow para el accionista. Tasas de descuento ajustadas al riesgo de cada flujo de fondos. Prueba de equivalencia de los diferentes métodos de valuación de empresas por descuento de flujos. Distintas posiciones sobre el riesgo del escudo fiscal. Tasas de descuento a utilizar. El modelo de valuación por dividendos. Dividendos con crecimiento constante. Limitaciones.
- 3.2. El descuento del flujo de fondos en la práctica: el caso general cuando el flujo de fondos varía todo el tiempo. Integración de la información de los estados financieros de la firma con la información del mercado de capitales. Desapalancamiento y reapalancamiento de la beta para diferentes niveles de endeudamiento. WACC approach y Target Capital Structure. Rebalanceo del WACC cuando el flujo de fondos varía todo el tiempo.
- 3.3. Consideración de la Estructura de Capital Optima. Variables a considerar: pagos impositivos, cobertura de los servicios de la deuda, calificación del riesgo y costos por insolvencia financiera cuando aumenta el apalancamiento.
- 3.4. Valuación de empresas de capital cerrado. El problema de la determinación del costo del capital propio. Procedimientos ad-hoc y ajustes que suelen utilizar los practicantes para la utilización del CAPM. Consideración del riesgo país, betas comparables y betas contables. Análisis de escenarios y riesgos que suelen encontrarse en los mercados emergentes.
- 3.5. *Caveats* en valuación. Target Capital Structure. Tasa de crecimiento del flujo de fondos. Alternativas para el cálculo del valor continuo: base de liquidación, perpetuidad, y múltiplo de EBITDA.

### **4. Métodos de Valuación de empresas: análisis por comparables**

- 4.1. Métodos basados en la cuenta de resultados: Price Earning Ratio, valor de los dividendos, múltiplo de las ventas, EBITDA. Otros múltiplos.
- 4.2. Relación entre el PER, la rentabilidad de la empresa, el costo del capital y el crecimiento. Factores que afectan al PER: crecimiento, ROE, tasas de interés y rentabilidad exigida a las acciones.
- 4.3. Descomposición del PER: franchise factor, factor crecimiento, factor interés y factor riesgo.

4.4. Valores de mercado y valores contables. Relación del ratio valor de mercado / valor contable con el PER y el ROE.

## 5. Medidas de creación de valor

5.1. Métodos para medir la performance económica: Los métodos del Economic Value Added (EVA), Beneficio Económico (BE) , Market Value Added (MVA) y Cash Value Added (CVA). El método del CFROI.

5.2. El EVA como medida de creación de valor. Cálculo del EVA. Value drivers del EVA: el ROIC y la consistencia entre el NOPAT y el capital invertido. Limitaciones del EVA para medir la creación de valor. El efecto del ritmo de la amortización contable, la inflación y la estructura de activos. Interpretación errónea del EVA.

5.3. EVA, Beneficio Económico y Cash Value Added como métodos para la valuación de empresas. El EVA como instrumento para fijar remuneraciones de directivos

5.4. Equivalencia entre los métodos de valuación: EVA, BE, MVA, CVA y DCF.

## 6. Real options

6.1. Valuación de opciones reales. Método del portafolio replicado. Método de la neutralidad ante el riesgo. Probabilidades objetivas y probabilidades hedge. Comparación entre el método del valor actual neto y el método de valuación de opciones reales. Comparación del método de valuación de opciones reales con los resultados obtenidos con la fórmula de Black & Scholes. Diferencias principales entre las opciones reales y las opciones financieras.

6.2. Opciones reales clásicas: expansión, contracción y abandono de la actividad. Cómo detectar las opciones reales y cual es el valor del activo subyacente en cada caso. Combinación de opciones: valuamos las opciones de expansión, abandono y contracción al mismo tiempo. Opciones reales y simulación de Monte Carlo. Hipótesis Marketed Asset Disclaimer (MAD) y sus variantes.

### c) Bibliografía sugerida

- Copeland, Tom; Koller, Tim y Murrin, Jack, *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. New York. Wiley, 1990. Recientemente traducida al español como "Valoración" (2005)
- Stewart III, Bennett G. *The Quest for Value*. 1 ° edición, Nueva York, 1991. La edición en español se llama "En busca del Valor"
- Fernández, Pablo. *Valoración de empresas*. Gestión 2000, Barcelona, 1999. 1° edición
- Damodaran, Aswath. "Damodaran on Valuation", John Wiley and Sons, New York, 1994.
- López Dumrauf, Guillermo (2003), Grupo Guía Finanzas Corporativas, Buenos Aires, Argentina

### d) Material de apoyo

- Presentaciones y planillas de cálculo disponibles en [www.dumraufnet.com.ar](http://www.dumraufnet.com.ar)
- Notas de clase elaboradas por el profesor (disponibles en [www.cema.edu.ar/u/gl24](http://www.cema.edu.ar/u/gl24))

### e) Método de Evaluación

Para la evaluación de los participantes está previsto llegar a una nota de la siguiente forma:

- 1) Un examen final escrito, teórico-práctico: 70 %
- 2) Trabajo de campo: 30 %

La nota final surgirá de la ponderación señalada, **siendo requisito para la aprobación de la materia, haber aprobado tanto el trabajo como el examen final.**

El examen final abarcará todos los tópicos vistos durante el curso. El trabajo de campo deberá consistir en la valuación de una empresa de oferta pública, a propuesta del alumno o a designar por el profesor, para realizar en grupos de 4 o 5 personas y deberá cumplir con las siguientes condiciones:

- a) Extensión: no superior a 10 páginas en papel tamaño A4, con formato Word y tamaño de fuente 12, incluyendo cuadros y gráficos.
- b) Fecha de asignación de trabajos: semana 2
- c) Fecha de entrega: semana 10

Los alumnos podrán encontrar en mi website [www.cema.edu.ar/u/gl24](http://www.cema.edu.ar/u/gl24) una guía de orientación sobre la forma en que debe realizarse y presentarse el trabajo.

### f) Calendario de actividades

Semana	Descripción	Lectura sugerida
1	Presentación del Curso. Unidad 1: Motivos económicos de las fusiones y adquisiciones. Caso de aplicación: Nina´s Fashions, INC ( <i>merger analysis</i> )	Notas de clase del profesor
2	Unidad 2: planificación financiera de largo plazo. Asignación del trabajo de campo	Notas de clase del profesor
3	Unidad 3. Estructura de capital	Notas de clase del profesor
4	Unidad 3. Métodos de valuación de empresas por descuento de flujos usando perpetuidades	Notas de clase del profesor
5	Unidad 3. Métodos de valuación de empresas por DCF, caso general.	Notas de clase del profesor
6	Unidad 3. Valuación de una empresa de capital cerrado. Valuación en economías emergentes	Notas de clase del profesor
7	Unidad 4. Métodos de valuación de empresas por análisis comparativo y por dividendos	Notas de clase del profesor
8	Unidad 4: Caso Advanced Fuels	Nota de clase del profesor
8	Unidad 5. Administración basada en el valor	Nota de clase del profesor
9	Unidad 5. Equivalencias entre EVA y Free Cash Flow.	Notas de clase del profesor
10	Unidad 6. Valuación de opciones reales.	
11	Unidad 6. Valuación de opciones reales. <b>Presentación y discusión de los trabajos realizados en equipo .</b>	Notas de clase del profesor
12	Examen final	