

FUSIONES Y ADQUISICIONES

1. Planeando una F&A	15
1.1 Qué es una fusión y adquisición.....	19
1.2 Por qué hacer una fusión y adquisición	19
1.3 La fusión y adquisición un caso especial de un proyecto de inversión y algo más	20
1.4 La decisión de realizar una F&A.....	22
1.5 La negociación.....	25
1.6 Valorando la empresa objetivo	26
1.6.1. La valoración de las empresas que cotizan en Bolsa	27
1.6.2. La valoración de las empresas que no cotizan en Bolsa	30
1.7 Estructurando la operación	31
1.8 El divorcio: La escisión.....	32
Bibliografía	33
Apéndice: Normativa española sobre OPAs (RD. 1066/2007)	34
2. ¿Por qué se realizan las fusiones y adquisiciones de empresas?	41
2.1 Integración horizontal y sinergia operativa	41
2.2 Economías de integración vertical	46
2.3 La mejora de la gestión de la empresa adquirida.....	48
2.4 Ventajas fiscales no aprovechadas.....	50
2.5 Las fusiones como empleo de fondos excedentes	52
2.6 Combinación de recursos complementarios.....	53
2.7 La diversificación del riesgo mediante las fusiones y adquisiciones	54
2.8 Motivaciones de los directivos	57
2.9 Efecto sobre los beneficios por acción	62
2.10 Menores costes de financiación: sinergia financiera.....	63
2.11 Crecimiento externo	67
2.12 Las fusiones y adquisiciones como defensa.....	68
2.13 Por qué se hacen las fusiones y adquisiciones en España	71
Bibliografía	72
3. El proceso de búsqueda de la empresa objetivo	77
3.1 Introducción.....	77
3.2 Los objetivos empresariales	81
3.2.1 ¿En qué sector industrial o de servicios?	82
3.2.2 ¿En qué productos?	82
3.2.3 ¿En qué mercado desea establecerse?	83
3.2.4 ¿Qué cuota de mercado se pretende conseguir?	83

3.2.5 ¿Qué crecimiento de la compañía se pretende conseguir?.....	85
3.2.6 ¿Qué inversión de capital va a ser necesaria?	86
3.2.7 ¿Por qué expandirse en el extranjero?	87
3.2.8 ¿En qué país se realizará la adquisición?.....	89
3.2.9 ¿Cuál es el riesgo soportado?.....	90
3.3 Criterios de selección.....	91
3.3.1 Disciplina organizativa	93
3.4 La investigación de los candidatos	94
3.5 El papel de los bancos de inversión.....	96
3.5.1 Listado de los principales servicios ofrecidos en fusiones y adquisiciones por un banco de inversión.....	100
Bibliografía.....	103
4. Operaciones amistosas de compra o venta.....	105
4.1 Introducción.....	105
4.2 El proceso de compra de una empresa.....	108
4.2.1 El mediador	108
4.2.2 La persona a contactar inicialmente	109
4.2.3 La reunión inicial	110
4.2.4 Las reuniones posteriores.....	111
4.2.5 La motivación del comprador.....	111
4.2.6 Realizar las diligencias debidas	112
4.2.7 Sala de datos o <i>data room</i>	113
4.2.8 El proceso de la adquisición.....	113
4.3 El proceso de venta de una empresa	114
4.3.1 ¿Por qué se vende una compañía?.....	114
4.3.2 ¿A quién debe venderse la empresa?.....	116
4.3.3 Problemas a los que se enfrenta el vendedor.....	117
4.3.4 Tácticas del vendedor.....	118
4.3.5 El cuaderno de venta.....	119
4.3.6 La carta de confidencialidad	120
4.3.7 El proceso de la venta.....	121
4.4 La negociación.....	123
4.4.1 Características del buen negociador.....	123
4.4.2 Algunas tácticas a utilizar	124
4.4.3 Encarar el acuerdo final	127
4.5 La cuestión del precio	128
4.6 La carta de intenciones.....	130
4.7 El anuncio de prensa.....	133
4.8 El cierre de la operación.....	134
Bibliografía	136
Apéndice	137
4.A.1 Ejemplo de carta inicial a un posible vendedor enviada por el banco de inversión.....	137
4.A.2 Ejemplo de carta inicial a un posible comprador enviada por el intermediario financiero	138
4.A.3 Ejemplo de carta de confidencialidad	139
4.A.4 Ejemplo de perfil anónimo (<i>blind profile</i>).....	141

5. Cuando la adquisición es hostil	143
5.1 Introducción.....	143
5.2 La adquisición de un paquete de acciones	146
5.3 Las ofertas iniciales.....	147
5.4 La delegación de voto (<i>proxy</i>)	149
5.4.1 Requisitos	150
5.4.2 Defensa.....	150
5.4.3 Costes.....	151
5.5 Algunas armas tácticas ofensivo-defensivas	152
5.5.1 El abrazo del oso (<i>bear hug</i>)	153
5.5.2 La campaña de prensa.....	153
5.5.3 Comparación de resultados	154
5.5.4 La promesa de dividendos	154
5.5.5 El <i>greenmail</i>	154
5.5.6 Acuerdos de salvaguardia (<i>standstill agreements</i>)	155
5.6 Caballeros blancos y tiburones financieros.....	156
5.6.1 El caballero blanco (<i>white knight</i>)	156
5.6.2 El tiburón financiero (<i>corporate raider</i>)	157
5.6.3 El caballero negro (<i>black knight</i>)	159
5.6.4 El escudero blanco (<i>white squire</i>)	159
5.6.5 El caballero gris (<i>grey knight</i>)	160
5.7 La píldora venenosa (<i>poison pill</i>).....	160
5.7.1 Composición.....	161
5.7.2 La conversión	162
5.7.3 Otros tipos de píldoras	165
5.7.4 Precauciones.....	166
5.7.5 Casos.....	166
5.8 El suicidio como estrategia.....	168
5.8.1 La tierra quemada	168
5.8.2 La venta de las joyas de la corona.....	169
5.8.3 El crecimiento como defensa.....	169
5.8.4 La defensa Jonestown	169
5.9 La recapitalización apalancada.....	169
5.9.1 Desventajas	171
5.9.2 Ejemplo	171
5.10 La defensa comecocos (<i>pac man defense</i>)	172
5.10.1 El precio del riesgo	173
5.10.2 Duración	175
5.10.3 Objetivos de su utilización	175
5.11 La defensa "bloqueo" (<i>lock up</i>).....	176
5.11.1 Estrategias	177
5.12 Repelentes anti-tiburón	178
5.12.1 El consejo escalonado	178
5.12.2 La supermayoría	179
5.12.3 Reducir la liquidez del agresor: El precio justo	180
5.12.4 Los contratos blindados o paracaídas dorados.....	180
5.13 La autoOPA	182
5.14 Preparándose para una toma de control hostil	184
5.14.1 Psicología y evolución temporal.....	184

5.14.2 Conocer el negocio propio	185
5.14.3 Comunicación.....	185
Bibliografía	187
Ejercicios.....	188
6. Éxito y Fracaso en las Fusiones y Adquisiciones de Empresas.....	191
6.1 Introducción	191
6.2 El estudio de KPMG Peat Marwick	193
6.2.1 Algunas Ideas complementarias	195
6.2.2 La fusión de la cultura empresarial	195
6.2.3 ¿Por qué el mercado es tan escéptico con las adquisiciones?.....	196
6.3 Operaciones pre-adquisición para lograr el éxito.....	197
6.3.1 Identificar a los responsables de la operación	197
6.3.2 Asegurarse de que la adquisición se ajusta a los objetivos empresariales.....	197
6.3.3 Cuidado con la sinergia	198
6.3.4 Diligencias debidas y otras comprobaciones	200
6.3.5 Abandonar la operación cuando no se cumplan los requerimientos deseados.....	201
6.4 Operaciones post-adquisición para lograr el éxito	202
6.4.1 La creación de un equipo de integración formado por personal de ambas empresas	202
6.4.2 La velocidad de la operación.....	203
6.4.3 ¿Adquisición de explotación o de exploración?	203
6.4.4 Reorganizar ambas empresas: la adquirente y la adquirida	203
6.4.5 Eliminar las capacidades obsoletas	204
6.4.6 Integrar al personal y alinear sus incentivos	204
6.4.7 Valorar regularmente	204
6.5 ¿Qué cosas pueden hacer fracasar una adquisición?	205
Bibliografía	207
7. La compra de empresas mediante apalancamiento financiero (LBO/LBU)	209
7.1 Introducción	209
7.2 Las características que debe tener un candidato a ser adquirido mediante un LBO	212
7.3 Los componentes de un LBO.....	213
7.3.1 El proceso del LBO	214
7.4 El comprador	217
7.4.1 Motivaciones	219
7.4.2 La negociación con el banco de inversión	220
7.4.3 Opciones sobre acciones para los directivos	221
7.5 Los prestamistas principales	221
7.5.1 Garantías y plazo de la deuda principal	222
7.5.2 El tipo de interés	223
7.5.3 Información a tener en cuenta por los prestamistas.....	224
7.6 Los prestamistas subordinados.....	226
7.6.1 Cantidad de deuda de entresuelo a emitir	227
7.6.2 Algunas características de la financiación de entresuelo	228
7.6.3 Características de los bonos de alto rendimiento	230
7.6.4 Los <i>bonos basura</i> como instrumento financiero.....	232
7.6.5 Títulos híbridos	233

7.7 Inversores en acciones	235
7.8 El vendedor	238
7.9 El LBO y la empresa	239
7.9.1 Cambios en la estructura de la propiedad.....	239
7.9.2 Cambios en la estructura del Activo.....	240
7.9.3 Cambios en la estructura organizativa.....	241
7.9.4 El control de la gestión	241
7.10 La acumulación apalancada (<i>leveraged build up</i>)	243
7.10.1 Problemas que deben encarar los prestamistas en un LBU	244
7.10.2 La financiación del LBU: Estructuras básicas	245
7.11 La valoración de un LBO.....	246
7.11.1 Análisis del rendimiento.....	250
7.11.2 Análisis del riesgo	251
Bibliografía	253
Ejercicios.....	255
Apéndice A: Las agencias de calificación o <i>rating</i>	258
7.A.1 ¿Qué determina la calidad de los bonos?	261
Apéndice B: La determinación del tamaño del endeudamiento	262
7.B.1 Ratio de cobertura de la deuda (RCD).....	262
7.B.2 Ratio préstamo-valor del activo (LTV).....	263
8. Otras formas de reestructuración empresarial.....	265
8.1 Introducción.....	265
8.2 Motivos para segregar una parte de la empresa	266
8.2.1 ¿Por qué se venden empresas en España?	270
8.3 La escisión parcial de la empresa a terceros (<i>sell-off</i>)	271
8.3.1 El proceso de la escisión de un activo.....	272
8.3.2 Valoración financiera de las escisiones	272
8.4 La segregación de un activo a los accionistas (<i>spin-off</i>).....	274
8.5 Oferta pública de venta de parte de una filial (<i>equity carve-out</i>).....	276
8.6 La exclusión del mercado de valores	280
8.7 La recompra de las acciones	281
8.7.1 El punto de vista de los inversores	283
8.7.2 ¿Decisión de inversión o financiación?	283
8.7.3 El proceso de la recompra de acciones	284
Bibliografía	285
Ejercicios.....	286

VALORACIÓN DE EMPRESAS

9. El coste del capital.....	289
9.1 El coste del capital.....	289
9.1.1 Tipos de recursos financieros	291
9.2 El coste de las deudas.....	291
9.3 El coste de las acciones preferentes	293
9.4 El coste de las acciones ordinarias	294
9.4.1 El modelo de crecimiento de dividendos	294

9.4.2 El modelo de valoración de activos financieros (CAPM).....	295
9.4.3 El modelo de valoración por arbitraje (APM)	302
9.4.4 Cuando la empresa no cotiza en Bolsa	304
9.5 El coste del capital medio ponderado.....	305
9.5.1 El cálculo del coste del capital a través de la beta de los activos	306
9.6 El cálculo del coste del capital de una empresa extranjera.....	307
9.6.1 El modelo CAPM Internacional (ICAPM)	307
9.6.2 Una variante del ICAPM	308
Bibliografía	309
Ejercicios.....	311
Apéndices	314

10. El flujo de caja libre.....	317
10.1 El flujo de caja libre para la empresa.....	317
10.2 Principales componentes del flujo de caja libre.....	320
10.2.1 Ejemplo.....	320
10.2.2 Los componentes del flujo de caja libre	321
10.3 Principales elementos que crean valor en la empresa	323
10.3.1 El análisis histórico de los flujos de caja libres	325
10.3.2 Análisis del rendimiento sobre el capital invertido (ROIC)	325
10.3.3 El análisis de la tasa de inversión neta.....	326
10.3.4 La sostenibilidad de la tasa de rendimiento	327
10.4 La estimación del valor residual.....	327
10.4.1 El crecimiento perpetuo del FCL.....	328
10.4.2 La fórmula de la convergencia.....	331
10.4.3 Múltiplo del EBITDA.....	331
10.4.4 Otros multiplicadores	332
10.5 El cálculo del valor de la empresa.....	334
10.5.1 Las opciones sobre acciones para los directivos	335
10.6 El cálculo del valor de las acciones a través del flujo de caja libre para los accionistas.....	337
10.6.1 El modelo de crecimiento en dos etapas	337
Bibliografía	339
Ejercicios.....	340

11. Múltiplos	343
11.1 Introducción a los múltiplos	343
11.2 El modelo de descuento de los dividendos	346
11.2.1 El valor de las oportunidades de crecimiento futuras.....	349
11.2.2 Limitaciones del modelo de Gordon-Shapiro	350
11.2.3 El valor de la empresa a través del flujo de caja libre	351
11.3 La relación entre el precio y el beneficio.....	351
11.3.1 El cálculo del precio de la acción a través del PER	355
11.3.2 El PER en las fusiones y adquisiciones de empresas	355
11.3.3 Limitaciones del cálculo del PER.....	357
11.3.4 La valoración de las empresas que no cotizan en Bolsa	359
11.3.5 El ratio VE/BAIDT	360
11.4 La relación entre el precio y el valor contable	361

11.4.1 La estimación del PBVR.....	361
11.4.2 El precio en función del valor contable.....	363
11.5 La relación entre el precio y los ingresos por ventas.....	364
11.5.1 La estimación del PSR.....	364
11.5.2 El precio de la acción ordinaria en función del PSR.....	366
11.5.3 El valor de la empresa en función del VE/S.....	366
11.6 El ratio VE/EBITDA.....	367
11.6.1 El ratio VE/BAIT.....	368
Bibliografía.....	369
Ejercicios.....	370
12. Casos especiales.....	375
12.1 Empresas con beneficios cíclicos.....	375
12.1.1 El ajuste de la tasa esperada de crecimiento con respecto al ciclo económico.....	376
12.1.2 Beneficio normalizado para el año base.....	377
12.1.3 Estimar flujos de caja detallados durante el periodo de transición.....	378
12.2 Empresas con problemas financieros.....	379
12.2.1 Empresa con problemas financieros solucionables.....	380
12.2.2 Empresa con problemas financieros muy graves.....	382
12.2.3 Empresas en dificultades que son de reciente creación y que no tienen compañías comparables.....	383
12.3 El método de valoración del capital-riesgo.....	385
12.3.1 Una única ronda de financiación.....	386
12.3.2 Múltiples rondas de financiación.....	387
12.4 La valoración de la sinergia.....	390
12.4.1 Tipos de sinergias y factores a tener en cuenta en su cálculo.....	393
12.4.2 El valor en riesgo de los accionistas (SVAR).....	395
Bibliografía.....	397
Ejercicios.....	397
13. Opciones reales.....	401
13.1 Introducción a las opciones.....	401
13.2 La valoración de las acciones a través de la teoría de opciones.....	402
13.3 La utilización del modelo en la práctica.....	407
13.4 El valor del crecimiento esperado.....	408
13.4.1 Adaptación del modelo a empresas de alto crecimiento.....	412
13.5 La opción de abandono como parte del valor de la empresa.....	412
13.6 La valoración de una empresa de reciente creación.....	417
13.7 La valoración de las empresas extractoras.....	419
13.8 La valoración de una patente.....	422
13.9 El cálculo del cupón a pagar a la deuda principal y a la subordinada.....	427
13.9.1 El cálculo del tipo de interés de la deuda principal.....	428
13.9.2 El cálculo del tipo de interés de la deuda subordinada.....	430
Bibliografía.....	431
Ejercicios.....	432
Apéndice A: Resolución del modelo de Black y Scholes a través de Excel.....	435
Apéndice B: El método binomial de valoración de opciones.....	435
Apéndice I: Modelo de valoración de la opción de renegociación del precio de compra de una empresa.....	441
Diccionario de términos español-inglés, inglés-español.....	449
Índice temático.....	461