



Universidad
Tecmilenio®



Valoración de Empresas en un Proceso de Fusión y Adquisición

Financiamiento de una
adquisición





A principios del año 2009, la empresa Microsoft comunicó que recompraría 40,000 millones de dólares de sus acciones. Para pagar esta recompra, la compañía usó alrededor de 8,000 millones de dólares que recibió de una emisión de deuda, esta fue la primera vez que Microsoft emitía instrumentos de deuda (Ross et al., 2018).

¿Por qué tomaría la decisión de apalancarse, cuando esto es considerado un riesgo importante? La razón es simple, maximizar el valor de los accionistas y obtener liquidez.

En este tema revisarás información en referencia a la estructura de capital para la adquisición de una empresa.





Los derechos de los accionistas en una empresa están representados a través del tipo de acción que se posea. Básicamente existen dos tipos:

- a. Acciones comunes.
- b. Acciones preferentes.

De acuerdo con Ross et al. (2018), el valor de una acción común está directamente relacionado con los derechos generales de los accionistas.

Las acciones preferentes difieren de las comunes porque tienen preferencia en el pago de dividendos, y así también en la distribución de los activos de la empresa en caso de una liquidación.





La deuda representa una obligación que debe reembolsar el capital adquirido más una prima por el uso del mismo.

En una perspectiva financiera, las diferencias entre deuda y capital son:

La deuda no es parte de la propiedad de la empresa, mientras que el capital sí, puesto que los activos (inversión) pertenecen a los accionistas.

El pago de intereses es considerado un costo que maximiza la rentabilidad del accionista. Los accionistas reciben dividendos que deben ser superiores al costo de la deuda.

La deuda es un pasivo exigible. Un accionista no exige su retribución en una fecha específica.





El valor del capital de una empresa se forma por el valor de la deuda en el mercado más el valor de mercado de capital:

$$V = B + S$$

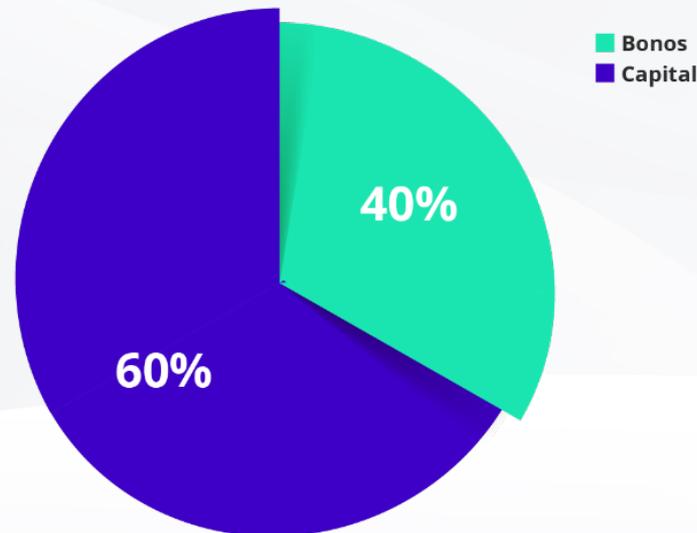
V = valor de la estructura de financiamiento.

B = valor de mercado de la deuda.

S = valor de mercado del capital.

La estructura de capital es pues el porcentaje que representa la deuda y el capital del total de financiamiento de la empresa, pudiendo ser 60 % y 40 %, o bien 30 % y 70 %, o 70 % y 30 %, depende de la estrategia organizacional para maximizar el valor.

Estructura





¿Cómo se maximiza el valor de los accionistas?

La maximización puede ocurrir de dos formas:

1. Incrementando el valor de la empresa.
2. Maximizando la rentabilidad de los accionistas.





¿La empresa compradora cuenta con los recursos suficientes para pagar la totalidad de la empresa vendedora? En ocasiones sí, en otras recurrirá a la compra a través de deuda por medio de diversas instituciones financieras, generando emisión de acciones que garanticen el capital y sean los flujos de caja esperados los que promuevan la liquidez suficiente para el pago del capital e intereses contraídos.

Otra opción que puede ser considerada dentro del esquema de compra es el financiamiento de la compra por parte del propio vendedor, ¿esto es posible?, ¡claro! y es una de las mejores formas de financiamiento para la compra, este tipo de transacciones se conoce como *aplazamiento de compra* o lo que en inglés sería *vendor finance* (Mascareñas, 2017).





Existen diferentes formas en la cuales se puede generar este aplazamiento de compra:

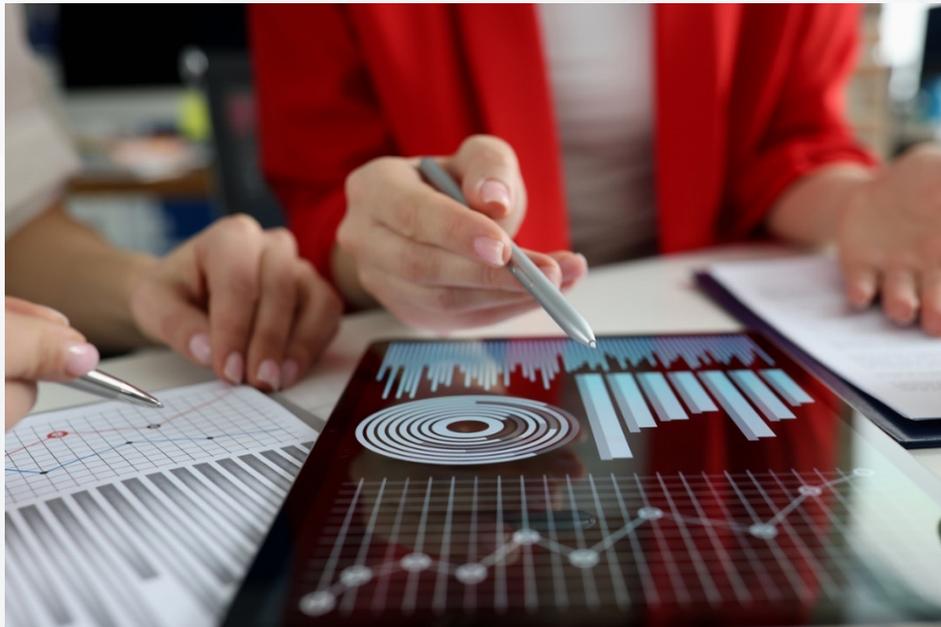
Tipo de financiamiento	Descripción
Vendor loan (Préstamo al proveedor)	Este tipo de aplazamiento es en sí un préstamo, en donde las partes acuerdan desde un inicio, el precio final de la transacción, aunque acuerdan su pago en una determinada fecha para emitir los pagos, pudiendo generar o no intereses.
Earn-out (ganar)	De igual forma es un pago diferido, pero se introduce una cláusula en donde se estipula que el precio final dependerá del cumplimiento de los resultados de la compañía vendida en el plazo estipulado del aplazamiento, es decir, como la empresa sigue operando pudiera incrementar el valor de la misma, por ello el precio final se ajustará en función de los beneficios generados por la empresa tras su adquisición. Por lo general son de dos tipos: <i>performance earn-out</i> y <i>economic earn-out</i> .
Performance earn-out	El comprador se obliga al pago siempre y cuando la compañía objetivo consiga los resultados esperados.
Economic earn-out	El valor final de la compañía en venta se determinará en función de alguna variable (ventas, resultado operativo, utilidad neta, etc.).





Otra forma de financiamiento a tomar en cuenta por parte del comprador es la adquisición por medio de fondo de capital privado (*private equity*).

Este tipo de financiamiento consiste en la aportación del recurso económico por parte de terceros, a cambio de una participación dentro de la empresa.





El financiamiento de compra es algo muy común útil y productivo. Investiga en fuentes confiables cinco empresas que han generado adquisiciones a través del apalancamiento de compra, detallando:

1. La forma de ejecutarlo.
2. Qué tipo de empresa o empresas han adquirido.
3. Si el LBO se efectuó como compra de activos, o bien, adquisición total de la compañía.
4. Si existió alguna otra forma de apalancamiento como MBO, MBI o BIMBO.
5. Si la compra se financió:

Si lo consideras apropiado puedes desarrollar una tabla donde muestres toda la información recabada.

- a) Financiamiento del vendedor.
- b) Préstamos bancarios.
- c) Financiamiento a través de activos.
- d) Asunción de deuda (la adquirente absorbe la deuda de la adquirida).





Es importante considerar los esquemas de financiamiento que puede tener una empresa al momento de decidir adquirir otra, puesto que en muchas ocasiones los recursos pudieran ser escasos y con ello limitar oportunidades que el propio mercado genera, de ahí que el considerar el financiamiento por parte del vendedor resulta interesante. Tal vez pudiera pensarse que es un financiamiento limitado en el sentido de que los accionistas de la empresa vendedora siguen teniendo el control sobre ella misma, habrá que recordar que es temporal y que si las condiciones son favorables pudiera ser un aporte adicional a los resultados de la empresa.





- Mascareñas, J. (2017). *Fusiones y adquisiciones de empresas* (4ª ed.). España: McGraw Hill.
- Ross, S., Westerfield, R., Jaffe, J., y Jordan, B. (2018). *Finanzas corporativas* (11ª ed.). México: McGraw Hill.



Valoración de Empresas en un Proceso de Fusión y Adquisición

Formas de pago





Resulta interesante el hecho de que el mercado de fusiones y adquisiciones crece a nivel internacional y nacional. Durante el primer trimestre del 2021 se registraron un total de 261 fusiones y adquisiciones, esto de acuerdo con el informe presentado por Transactional Track Record (TTR) (plataforma tecnológica financiera que ofrece información valiosa para la toma de decisiones basada en transacciones anunciadas, completadas y canceladas de todas las industrias).

Es común que las empresas busquen obtener beneficios a través de la expansión de su mercado mediante este tipo de transacciones y resulta interesante saber cuál ha sido la forma de pago que consideran más adecuada buscando obtener el mayor beneficio posible. En este tema conocerás las diferentes formas de pago que pueden ser evaluadas, las ventajas y desventajas de cada una, así como la forma en la que la transacción en sí afecta el valor de la organización.





Las adquisiciones de empresas se desarrollan de tres formas:

1. Fusión o consolidación.
2. Adquisición de acciones.
3. Compra de activos.

La forma más sencilla de realizar la compra es a través de un pago en efectivo. En este caso, los dueños de las empresas fijan el precio de la operación tomando en cuenta diversos criterios:





Pagar por medio de acciones puede generar un mayor beneficio que pagar en efectivo, puesto que no se altera la estructura de financiamiento, derivado de generar deuda, así mismo por beneficios fiscales.

De acuerdo con Vargas (2020), algunas ventajas y desventajas a considerar son:

Ventajas	Desventajas
La compra de acciones está exenta del impuesto al valor agregado (IVA).	El comprador se vuelve responsable directo de cualquier reclamo que se le haga a la empresa adquirida.
Los atributos fiscales se pueden transferir como pérdidas fiscales.	No existe devolución de ISR (impuesto sobre la renta) por el precio pagado.
Menor tiempo de implementación.	Menor eficiencia, desde el punto de vista fiscal con respecto al financiamiento necesario.
No existe impuesto por la adquisición de bienes inmuebles.	Cualquier pasivo fiscal hasta por cinco años es transferido al comprador.





Un aspecto para considerar dentro del pago de la adquisición de empresas es el desempeño que se tiene en su operación. Una empresa tiene un desempeño bajo cuando presenta:



Flujos de caja negativos.



Dificultades para enfrentar su deuda.



Problemas para repartir dividendos.



Una situación difícil y su coeficiente de endeudamiento es demasiado alto.





La compra de una empresa puede generarse en dos o más fases, esto resulta conveniente sobre todo cuando se habla de empresas de capital de riesgo.

Financiar una empresa en una, dos o más fases resulta riesgoso, por ello es importante realizar el análisis dentro del plan de negocio a fin de conseguir la rentabilidad deseada. En el ejemplo de la empresa Aylu, que se muestra en el tema, se puede observar que los flujos de caja proporcionan exactamente la tasa de rendimiento de referencia demandada por el inversor (50 %), así mismo, aunque los empresarios pierdan el control mayoritario de su compañía (47.86 % del capital), la perspectiva de poseer acciones con un valor de 28.7 millones en 5 años deberá considerarse como algo bueno.





Algunas de las empresas que han sacado ventaja de la sinergia dentro de un proceso de fusión y adquisición sin duda han sido Facebook con Instagram y WhatsApp, Walt Disney con Century Fox y Dropbox con DocSend.

1. Investiga el proceso que llevaron a cabo para realizar la sinergia, en qué consistió y las ventajas que la misma generó para cada una de las organizaciones (recuerda considerar fuentes confiables de información).





La compra de cualquier empresa, independientemente de la forma en la que se efectúe el pago, representa un riesgo derivado de la incertidumbre que pudiera surgir en referencia al comportamiento futuro, que si bien por un lado pudiera ser favorable, por el otro estaría generando flujos que no van acorde a lo que se busca como rentabilidad por parte de los accionistas.

Cuando el desempeño de la empresa no es el óptimo, el riesgo se incrementa y de igual manera la rentabilidad exigida, por lo que se vuelve necesario considerar como punto de partida para la evaluación variables que reflejen lo que la empresa puede generar a futuro, es decir, aunque el desempeño de la empresa no haya sido bueno a los ojos de los inversionistas, no quiere decir que con cambios establecidos no pudiera generar crecimiento y solidez.





- Vargas, C. (2020). *Adquisición de negocios mediante activos o acciones*. Recuperado de <https://home.kpmg/mx/es/home/tendencias/2020/05/adquisicion-de-negocios-mediante-activos-o-acciones.html>





Tecmilenio no guarda relación alguna con las marcas mencionadas como ejemplo. Las marcas son propiedad de sus titulares conforme a la legislación aplicable, estas se utilizan con fines académicos y didácticos, por lo que no existen fines de lucro, relación publicitaria o de patrocinio.

Todos los derechos reservados @ Universidad Tecmilenio

La obra presentada es propiedad de ENSEÑANZA E INVESTIGACIÓN SUPERIOR A.C. (UNIVERSIDAD TECMILENIO), protegida por la Ley Federal de Derecho de Autor; la alteración o deformación de una obra, así como su reproducción, exhibición o ejecución pública sin el consentimiento de su autor y titular de los derechos correspondientes es constitutivo de un delito tipificado en la Ley Federal de Derechos de Autor, así como en las Leyes Internacionales de Derecho de Autor. El uso de imágenes, fragmentos de videos, fragmentos de eventos culturales, programas y demás material que sea objeto de protección de los derechos de autor, es exclusivamente para fines educativos e informativos, y cualquier uso distinto como el lucro, reproducción, edición o modificación, será perseguido y sancionado por UNIVERSIDAD TECMILENIO. Queda prohibido copiar, reproducir, distribuir, publicar, transmitir, difundir, o en cualquier modo explotar cualquier parte de esta obra sin la autorización previa por escrito de UNIVERSIDAD TECMILENIO. Sin embargo, usted podrá bajar material a su computadora personal para uso exclusivamente personal o educacional y no comercial limitado a una copia por página. No se podrá remover o alterar de la copia ninguna leyenda de Derechos de Autor o la que manifieste la autoría del material.

