



Universidad
Tecmilenio®



Valoración de Empresas en un Proceso de Fusión y Adquisición

Estructura de transacciones en
fusiones y adquisiciones





Dentro de los procesos de las fusiones y adquisiciones suelen incluirse decisiones sobre la forma en la que se realizará la unión. Así como la venta o liquidación de parte o de la totalidad de los activos de esta, es decir, no solo es la adquisición mediante acciones y convertirse en parte directa de la compañía, también es necesario considerar qué se hará con los activos (inversión directa del recurso financiero inyectado).

En este tema analizarás información en referencia a la forma en la cual se puede dar las estructuras de capital para adquirir la empresa, así también, qué sucede cuando en lugar de adquirir los activos sea necesario realizar un reparto de los mismos procesos de escisión, tanto a terceros, como a los propios accionistas, la oferta pública de venta de las acciones de una filial y la recompra de acciones.





Una empresa tiene diversas razones para decidir la venta de esta. En cualquier caso, ya sea por parte del vendedor o comprador, es necesario realizar un análisis del valor de la empresa a fin de generar la operación de forma transparente y que los beneficios adquiridos sean los mayores. Independientemente de la forma en la cual se lleve a cabo la transacción, se generará una reestructura de capital, la cual puede ser de tres formas:

Compra / Venta de acciones

Compra / Venta de activos

Compra de una división o línea de acciones





Así mismo, dentro de este proceso de compra de acciones se debe considerar la venta parcial de las mismas, es decir, realizar un proceso de escisión, el cual de acuerdo con Mascareñas (2017) se genera cuando una sociedad decide dividir su activo, pasivo y capital en dos o más empresas, ya sea para crear otro bien o por un proceso de liquidación.

La segregación de los activos para los accionistas se puede dar en tres formas:





En resumen, las razones para generar un **spin-off**, o un **split-off** son:

Accionistas.

Los mismos que la matriz.

Nuevos.

Ingreso líquido a la compañía matriz.

No existe entrada de dinero, los accionistas reciben en especie (acciones) su inversión.

Colocación de nuevas acciones, genera una entrada de dinero.

Complicación.

Es el menos complejo.

Es el más complejo y caro.

Combinación riesgo-apalancamiento.

Lo eligen empresas más arriesgadas y apalancadas.

Lo eligen las empresas más grandes con bajo apalancamiento y más rentables.

El mercado de valores de instrumentos de riesgo se abre para ello permitiendo su ingreso.

Compañías riesgosas para el mercado, con una pobre operación financiera.

Compañías con una excelente actuación en el mercado, preferidas por su eficiente operación financiera.





Otra forma de hacer la recompra de acciones es mediante una redistribución de la inversión, es decir, los inversionistas técnicamente no reciben el dinero líquido, entregan sus acciones y a cambio se les entrega otro bloque de acciones de otro sector donde podrán obtener mayores beneficios. Así mismo, esta operación (recompra de acciones), pudiera verse como una manera en la cual se reparten las ganancias a sus accionistas.





Una empresa puede adquirir a otra si compra todos sus activos, la compañía adquirida no necesariamente deja de existir, simplemente sus dueños son distintos.

Las adquisiciones de activos pueden ser de tres tipos:

Adquisición horizontal

Ambas empresas pertenecen a la misma industria.

Adquisición vertical

Comprende empresas ubicadas en distintos niveles del proceso de producción.

Adquisición de conglomerado

Ninguna de las dos empresas se relaciona entre sí.





Cuando una compañía pone a la venta una parte de su empresa o alguna línea de productos, o bien activos, a fin de obtener un mayor flujo o beneficios a futuro, se le conoce como *sell-off*.

Para tomar esta decisión, la parte administrativa deberá evaluar la rentabilidad dada a través de los flujos de caja netos de los periodos anteriores y el valor presente de las proyecciones que de acuerdo con la operación generarán, si estos valores ofrecen pérdidas, o bien no van acorde a la utilidad buscada, puede ser una opción siempre y cuando este proceso no minimice el valor para los accionistas.





Una de las empresas en México que se ha caracterizado por realizar fusiones y adquisiciones importantes es Liverpool.

1. Investiga en fuentes confiables los diferentes tipos de compra que ha realizado, detallando si han sido:

- a) Compra/venta de acciones.
- b) Compra/venta de activos.
- c) Compra de una división o línea de negocio.

2. Especifica las características de dicha adquisición.





Comprar acciones de otra compañía, vender los activos o adquirirlos, así como la venta parcial de una parte de ella, es un proceso que requiere información y análisis.

¿Qué decisión pudiera ser mejor desde la perspectiva de maximización de valor? No existe una decisión mejor que otra, depende de cada accionista. La decisión que tome seguramente será la mejor, sin embargo, este proceso es uno más dentro de la creación de valor para los mismos.





- Mascareñas, J. (2019). *Fusiones, adquisiciones, y valoración de empresas* (6ª ed.). España: Ecobook Editorial Del Economista.



Valoración de Empresas en un Proceso de Fusión y Adquisición

Contabilidad de las
adquisiciones





Mucho del éxito de una fusión depende de aspectos relacionados con la operación. Las razones de la decisión serán válidas en la medida en que estén condicionadas al éxito o fracaso de las mismas. Decisiones que pudieran tener un potencial efecto sinérgico muy grande han resultado ser un gran fracaso y, por el contrario, fusiones que parecían sin resultados considerables han terminado con beneficios al máximo.

El último proceso de adquisición involucra un análisis importante, no solo por el proceso en sí, la negociación, el involucramiento en las decisiones, los cambios a realizar, etc., sino por la cuestión contable administrativa, la cual debe ser asertiva a fin de obtener la mayor ventaja posible.





Cuando se decide comprar una empresa lo más importante es que la transacción genere valor. La creación de valor se puede medir a través de los rendimientos atípicos que se generan en el valor de la acción al momento del anuncio de la fusión o adquisición.

Un rendimiento anormal se define como la diferencia entre el rendimiento observado de una acción y el rendimiento de un índice de mercado o grupo de accionistas de control. Este último se usa para determinar el efecto neto de las que prevalecen en todo el mercado o en toda la industria (Ross et al., 2018).





Por ejemplo, considera los siguientes datos hipotéticos:

Ganancia o pérdida de la fusión (tanto empresas adquiridas o adquirentes)		
Periodo	Rendimiento porcentual anormal	Ganancia o pérdida total en dólares
1	1.35 %	-\$79 millones
2	2.41 %	\$12 millones
3	1.04 %	-\$90 millones
4	.29 %	-\$134 millones

El rendimiento anormal promedio, en términos porcentuales para el periodo 1 fue de 1.35 %.





¿De qué forma queda registrada la transacción de compraventa realizada?

Las empresas llevan dos grupos distintos de libros: los de los accionistas y los libros fiscales (Mascareñas, 2017). Los primeros consideran la realidad, es decir, el valor sin ninguna deducción donde pueden evaluar el actuar de la operación, mientras que los fiscales detallan las deducciones a considerar para efectos de alguna deducción en los impuestos correspondientes, derivado del tipo de registros autorizados para ello de acuerdo con la ley fiscal.





¿Qué sucede con los libros de los accionistas?

Cuando una empresa adquiere a otra, el comprador usa el método de compra para contabilizar la adquisición. El método de compra requiere que los activos de la empresa adquirida se registren a su valor de mercado en los libros del adquirente, generando con ello un nuevo valor (costo) en el registro de ellos en la empresa.





Se llama **mancomunación de intereses** a la forma en la que los balances generales de las dos empresas (adquirente y adquirida) se regulan durante el proceso de adquisición.

Una forma para medir la diferencia entre el valor de mercado (refleja su capacidad generadora de flujos de caja) y el contable es la razón **precio-valor en libros** (en inglés **PBVR**, *Price to Book Value Ratio*).

¿Cómo podría estimarse el valor PBVR?

Partiendo de un escenario de estabilidad y utilizando la fórmula del *modelo Gordon* como base, considerando el valor contable de la acción y la tasa de rendimiento mínimo esperado del accionista, el PBVR estimado se calcula:

$$\frac{ROE - g}{Ke - g}$$





Supón que derivado del modelo Gordon, el valor del costo de capital de los accionistas (k_e) es igual al 25 % y el factor de crecimiento es un 2 %. La utilidad del ejercicio es de \$2,000,000 y el valor de su estructura de capital es de \$12,000,000. Considera que la empresa maneja una estructura del 70 – 30 (70 % del financiamiento de esta empresa es por medio de deuda y solo el 30 % proviene del capital). Así mismo ella posee un total de 1,000,000 de acciones en circulación.

De ahí se tiene:

$$\text{Nivel de deuda} = \$21,000,000 * .70 = \$14,700,000$$

$$\text{Capital} = \$21,000,000 * .30 = \$6,300,000$$

$$\text{ROE} = \frac{\$2,000,000}{\$6,300,000} = 31.74 \%$$

$$\text{PBVR} = \frac{.3174 - .02}{.25 - .02} = 1.293$$





El PBVR de una empresa que se encuentre en una situación estable se define por el diferencial existente entre el ROE y el costo de oportunidad del capital de las acciones ordinarias (g). De tal manera que si $ROE > Ke$, entonces el precio del mercado superará el valor contable, reflejando la capacidad de la empresa para generar flujos de caja superiores a lo normal en el sector en que opera; lo contrario indicaría la incapacidad de la empresa para obtener un flujo de caja adecuado en dicho sector.

Considerando el ejemplo anterior, ROE (31.74 %) es mayor a Ke (25 %), por lo que el precio del mercado será superior en un 29.3 % a su valor en libros (\$8.14), esto es:

$$\text{Valor en libros} = \frac{\$6,300,000}{1,000,000} = \$6.3 \text{ por acción}$$

$$\text{PBVR} = (6.3 * 1.293) = \$8.14$$





Eres el contador de la empresa Aylu, recientemente adquirió a GHE en una compra de acciones. Requieres realizar el cálculo del valor de mercado derivado de la adquisición realizada, es decir, calcular el PBVR. Para hacerlo considera los siguientes datos:

Costo de capital = 35 %

Factor de crecimiento = 3 %

Utilidad del ejercicio = \$400,000

Valor de su estructura de capital = \$800,000

Estructura de financiamiento externo = 60 %

Financiamiento con capital = 40 %

Acciones en circulación = 200,000

¿Qué sucede con el valor de mercado en comparación con el valor en libros de Aylu?





La contabilidad representa un registro de información de donde parte un proceso de análisis para la toma de decisiones. Es a través de ella que se puede evaluar el actuar de una organización y con ello establecer un precedente que sirve para considerar si esta empresa está cumpliendo o no con el fin por el cual se creó, logrando generar valor para sus accionistas.

A través de los registros es posible proyectar el comportamiento de una organización, por ello resulta interesante considerar la manera en la que estos registros se establecen en el momento en que la empresa original, por denominarlo de una forma, cambia su estructura organizacional al adquirir una nueva empresa, o bien al unirse a otra para formar una nueva.





- 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.



Tecnológico 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 Tecnológico

La obra presentada es propiedad de ENSEÑANZA E INVESTIGACIÓN SUPERIOR A.C. (UNIVERSIDAD TECNOLÓGICO), 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 TECNOLÓGICO. 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 TECNOLÓGICO. 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.

