

# Creación de valor en adquisiciones de empresas

Aunque habitualmente las transacciones corporativas suelen proliferar en fases favorables del ciclo económico, el contexto recesivo también alimenta las adquisiciones de empresas, ya sea para aprovechar oportunidades de compra a precios atractivos o para acometer procesos de reestructuración empresarial. Cualquier transacción corporativa debe conllevar un riguroso análisis en relación a si la operación permite crear valor para los accionistas de la empresa adquirente. Dentro de este análisis un elemento clave es el proceso de fijación del precio de adquisición, identificando los elementos que deben ser incorporados en el precio a ofertar por la empresa adquirida. La inclusión de primas de control y del valor asociado a las sinergias es un aspecto largamente debatido, sobre el que profundizamos en el presente artículo.

*Pablo Mañueco*

La toma de decisión sobre la adquisición de una empresa debe basarse en un análisis riguroso y detallado de si la operación permite crear valor al adquirente. La operación debe ser aceptada si se demuestra que crea valor, y debe ser rechazada si destruye valor a los accionistas de la empresa adquirente.

De manera muy resumida, el análisis de creación de valor debe basarse en comparar el precio de compra con los flujos futuros que se espera que la transacción genere para la empresa adquirente. La transacción crea valor si el precio pagado es inferior al valor actual de los flujos futuros que la compañía adquirida generará para la adquirente, esto es, si la rentabilidad que obtiene la empresa adquirida es superior al coste que le exigen sus accionistas.

En el proceso de análisis de la creación de valor en transacciones surgen habitualmente múltiples cuestiones de debate en relación a la metodología de análisis, sobre las que pretendemos profundizar en el presente artículo, tales como:

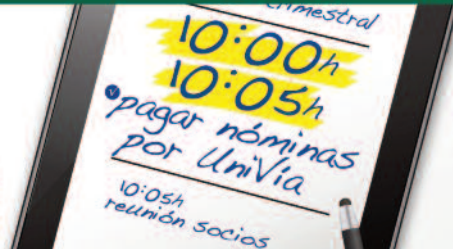
- ¿Sobre qué proyección de flujos sustentar la valoración de la empresa adquirida?
- ¿Cómo estimar el valor asociado a la toma de control?
- ¿Cómo valorar las sinergias de una transacción?
- ¿Qué componentes incorporar en el precio de la oferta?



[Zoom]/Thinkstock.

## SERVICIO NÓMINAS EMPRESAS

Unicaja Banco, S.A.U. Avda. Andalucía 10, 12, 29007 Málaga. Inscrita R.M. de Málaga, tomo 4.952, libro 3.859, Sección 8, Hoja MA-111580, Folio 1, Inscripción 1. C.I.F. A03139053.



### SIMPLIFIQUE LA GESTIÓN DEL PAGO DE SUS NÓMINAS

Descubra un nuevo método para **ahorrar en su empresa**: simplifique al máximo la gestión de pago de las nóminas de sus empleados a través del Servicio Nóminas Empresas. Tramítelas a través de **UniVía** y dedique su tiempo a gestiones más rentables para su empresa.

www.unicaja.es 901 111 133 - 952 076 224



• ¿Qué medidas emplear para evaluar la creación de valor?

#### VALOR EN CONTINUIDAD (*STAND ALONE*), VALOR DE CONTROL Y VALOR DE SINERGIAS

En cualquier transacción el adquirente deberá valorar habitualmente tres componentes:

- El valor de la empresa en continuidad (*stand alone*)
- El valor que supone adquirir el control de la empresa
- El valor de las sinergias que pudieran generarse

##### Valor en continuidad

El valor de la empresa en continuidad se determina a partir de los flujos de caja que se prevé que la compañía genere en el futuro si no hubiera modificación en su accionariado y en su gestión. La valoración debe realizarse con un coste de capital o tasa de descuento (coste promedio ponderado del capital –WACC– o coste de los recursos propios) que mida el riesgo operativo y financiero de la empresa adquirida.

Un error frecuentemente observado en valoraciones es utilizar el coste de capital de la empresa adquirente para descontar los flujos de la empresa adquirida. El riesgo relevante a incorporar en la valoración es el asociado a los activos que se adquieren, por lo que la tasa de descuento ha de ser la asociada a la compañía adquirida.

El valor de la empresa en continuidad debe proporcionar la referencia del precio mínimo que razonablemente debería ofrecerse al vendedor: el vendedor espera que se le pague lo que por sí solo sería capaz de generar, teniendo en cuenta el riesgo financiero y operativo del proyecto.

##### Valor del control

Se entiende por control de una sociedad la capacidad para gestionar una empresa o para influir significativamente en su gestión. El caso más habitual de toma de control es la adquisición de la mayoría accionarial de una compañía, que faculta al inversor

a nombrar a la mayor parte del Consejo de Administración, si bien existen casos en los que sin ostentar la mayoría de las acciones, un accionista puede ejercer control, por ejemplo en sociedades con un accionariado atomizado, o a través de pactos para sociales o estatutarios que proporcionen al inversor el control de la mayoría de los derechos de voto.

El control proporciona valor al inversor. El valor de control de una empresa está vinculado a la percepción del inversor de que la gestión de la compañía podría mejorar si el control es ejercido por él, aumentando con ello el valor de la sociedad. El incremento del valor de una compañía al modificarse su control puede provenir de factores como:

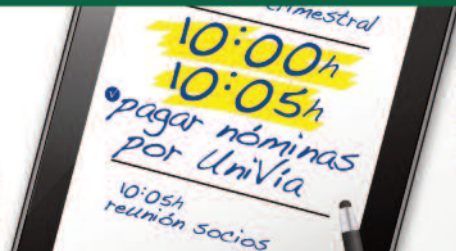
- El aumento de los flujos de caja generados por las actividades actuales de la empresa (vía ingresos, costes o inversiones)
- El incremento del crecimiento de la empresa ligado a la realización de nuevas inversiones o al establecimiento de mayores barreras de entrada
- La reducción del coste del capital, derivado de la disminución del riesgo operativo de la compañía o de la modificación de la estructura financiera
- La mejora en la gestión de activos no operativos, básicamente cuentas líquidas y participaciones en otras compañías

El valor del control debería medirse como diferencia entre el valor de la compañía gestionada en continuidad por los antiguos gestores (*stand alone*) y el valor de la compañía con las modificaciones a introducir por el nuevo gestor. Esta diferencia sería la prima de control. En base a esta aproximación, el valor del control variará en función de cada empresa, y, en concreto, de la manera en la que es gestionada una compañía (será mayor en empresas “mal gestionadas”) y del grado de facilidad que tenga el inversor para implementar las modificaciones que puedan aumentar su valor.

El precio puede recoger una parte del valor ligado al control (prima de control), especialmente en procesos de compra competitivos con otros oferentes.

#### SERVICIO NÓMINAS EMPRESAS

Unicaja Banco, S.A.U. Avda. Andalucía 10,  
12, 29007 Málaga. Inscrita R.M. de Málaga,  
Tome 4.952, Libro 3.859, Sección 8, Hoja  
MA-111580, Folio 1, Inscripción 1. C.I.F.  
A03139053.



##### SIMPLIFIQUE LA GESTIÓN DEL PAGO DE SUS NÓMINAS

Descubra un nuevo método para **ahorrar en su empresa**: simplifique al máximo la gestión de pago de las nóminas de sus empleados a través del Servicio Nóminas Empresas. Tramítelas a través de **Univia** y dedique su tiempo a gestiones más rentables para su empresa.

[www.unicaja.es](http://www.unicaja.es) 901 111 133 - 952 076 224



En cualquier caso, la prima de control debe tratarse más como un factor de negociación que como una variable objetiva de valoración.

### Valoración de sinergias

El diccionario de la Real Academia define la palabra sinergia como “la acción de dos o más causas cuyo efecto es superior a la suma de los efectos individuales”. Cuando hablamos de transacciones corporativas, la generación de sinergias en una operación apunta a la posibilidad que el valor conjunto de la empresa adquirente y la adquirida sea superior al valor individual de cada una de ellas.

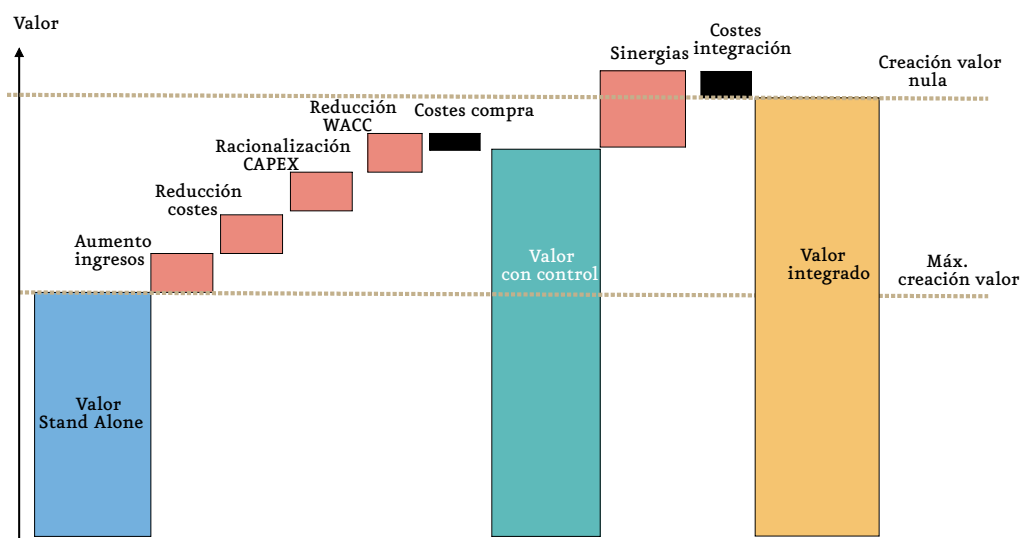
En una transacción corporativa pueden aflorar sinergias de ingresos, de costes, de inversión, de gestión, etc. El valor asociado a las sinergias es adicional a la generación de valor añadido por toma de control. En la valoración de las sinergias deben incorporarse como flujos negativos los costes de integración y los costes del proceso de compra, que en muchas ocasiones son significativos y su no inclusión en el proceso de análisis puede conllevar una sobrevaloración del valor generado en la transacción.

A la hora de fijar el precio de una transacción un factor de negociación recurrente es cómo repartir las sinergias entre la adquirente y la adquirida y si, por tanto, incorporar una parte del valor de las sinergias en el precio ofrecido al vendedor. En general las sinergias no deberían ser incorporadas: no parece razonable pagar al vendedor por unos flujos cuya generación depende de la integración entre la adquirida y la adquirente, sobre todo si la transacción conlleva una posición de control por parte del adquirente.

Sin embargo, hay transacciones en las que las sinergias terminan incorporándose al precio, como puede ocurrir en procesos muy competitivos, en los que el alto interés estratégico por la empresa adquirida hace que el adquirente esté dispuesto a hacer un esfuerzo adicional en precio. También en el caso de operaciones entre empresas de similar tamaño, en las que no hay un claro dominador, y donde suele ser habitual repartir las sinergias entre las empresas.

Cuanto menor sea el porcentaje de sinergias que el comprador reconozca al vendedor, mayor será la

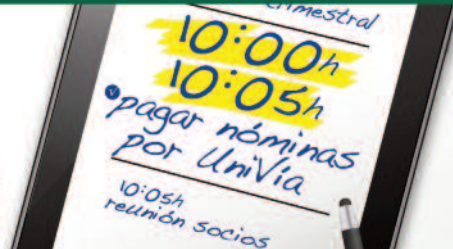
### Creación de Valor en transacciones



Fuente: Elaboración Afi

### SERVICIO NÓMINAS EMPRESAS

Unicaja Banco, S.A.U. Avda. Andalucía 10, 12, 29007 Málaga. Inscrita R.M. de Málaga, tomo 4.952, libro 3.859, sección 8, hoja MA-111580, folio 1, inscripción 1. C.I.F. A03139053.



### SIMPLIFIQUE LA GESTIÓN DEL PAGO DE SUS NÓMINAS

Descubra un nuevo método para **ahorrar en su empresa**: simplifique al máximo la gestión de pago de las nóminas de sus empleados a través del Servicio Nóminas Empresas. Tramítelas a través de **UniVía** y dedique su tiempo a gestiones más rentables para su empresa.

www.unicaja.es 901 111 133 - 952 076 224



creación de valor en la transacción. Si el adquirente pagara al vendedor el 100% de las sinergias la transacción no crearía valor.

#### COMPONENTES A INCORPORAR EN EL PRECIO DE UNA TRANSACCIÓN

La fijación del precio a ofertar en una transacción va a depender no solamente del valor de los flujos futuros que se espera que la compañía adquirida genere, sino que estará también influido por la capacidad de generación de valor adicional mediante la toma de control y de la posible incorporación del valor de las sinergias, en el caso de procesos competitivos con otros oferentes.

Basándonos en esta aproximación, podríamos distinguir tres niveles de referencia para fijar el precio de una transacción:

- Oferta de mínimos: valor de la empresa stand alone. Al vendedor solamente se le retribuye por los flujos que es capaz de obtener por sí solo.
- Oferta “generosa”: incorporar parte del valor ligado a la toma de control, que es la capacidad del

adquirente de aumentar los flujos que genere la empresa o reducir su coste de capital.

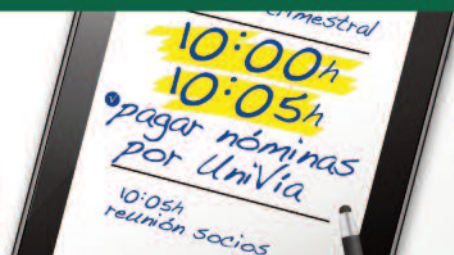
• Incorporación de sinergias: suelen incluirse en el caso de procesos muy competitivo con otros oferentes y de un interés estratégico muy elevado en la adquirida, o en transacciones entre empresas de similar tamaño, en los que se acuerde el reparto de las sinergias ::

#### MEDIDAS DE GENERACIÓN DE VALOR EN UNA TRANSACCIÓN

- **Creación de valor:** VAN (Flujos de caja para el accionista futuros) > Precio pagado. Dicho de otro modo, la transacción crea valor si el inversor obtiene de la empresa adquirida una rentabilidad superior al coste que le exigen sus accionistas.
- **Neutra:** VAN (Flujos de caja para el accionista futuros) = Precio pagado. Si la rentabilidad que obtiene el inversor es igual al coste que le exigen sus accionistas la transacción es neutra, ni crea ni destruye valor.
- **Destrucción de valor:** VAN (Flujos de caja para el accionista futuros) < Precio pagado. El inversor obtiene de la empresa adquirida una rentabilidad inferior al coste exigido por sus accionistas, por lo que la transacción destruye valor para los accionistas de la empresa adquirente.

#### SERVICIO NÓMINAS EMPRESAS

Unicaja Banco, S.A.U. Avda. Andalucía 10, 12, 29007 Málaga. Inscrita R.M. de Málaga. Tomo 4.952, Libro 3.859, Sección 8, Hoja PMA-111580, Folio 1, Inscripción 1, C.I.F. A93139053.



#### SIMPLIFIQUE LA GESTIÓN DEL PAGO DE SUS NÓMINAS

Descubra un nuevo método para **ahorrar en su empresa**: simplifique al máximo la gestión de pago de las nóminas de sus empleados a través del Servicio Nóminas Empresas. Tramítelas a través de **UniVía** y dedique su tiempo a gestiones más rentables para su empresa.

www.unicaja.es 901 111 133 - 952 076 224

