

ASPECTOS ECONÓMICOS Y FINANCIEROS DE LAS FUSIONES EN EL PERÚ

GUILLERMO FERRERO ÁLVAREZ CALDERÓN

Abogado por la Universidad de Lima.

Master en Derecho Corporativo (LL.M) por New York University.

Master en Administración de Empresas (MBA) por Cambridge University, Inglaterra.

SUMARIO:

I. Aspectos económicos de la fusión de empresas: 1. La sinergia operacional; 2 sinergia financiera – diversificación a actividades no relacionadas. - II. Aspectos financieros de la fusión de empresas; 1. Metodologías para valorizar el patrimonio de una empresa; 2. ¿Qué método utilizar para valorizar una empresa?; 3. Valor de la sinergia (synergy); 4. Prima de control ("control premium"). - III. Conclusiones.

Nuestra Ley General de Sociedades requiere que, como parte del contenido del proyecto de fusión, se incluyan, sus principales aspectos jurídicos y económicos y los criterios de valorización empleados para la determinación de la relación de canje entre las respectivas acciones o participaciones de las sociedades participantes en la fusión.¹

En el presente artículo trataremos los aspectos económicos y financieros de las fusiones en el Perú, intentando explicar los alcances de la precitada norma.

I. ASPECTOS ECONÓMICOS DE LA FUSIÓN DE EMPRESAS

Distintos son los motivos económicos que llevan a dos o más empresas a fusionarse. Estos motivos buscan crear "sinergia o valor para los accionistas". Tal como lo señalan Ronald Gilson y Bernard Black la sinergia es la otra cara de la moneda de la suma del valor de dos empresas. Es decir, la sumatoria del valor de dos empresas presupone que si el valor individual de cada una es de dos, el valor adherido de ambas equivale a cuatro; la sinergia propone que el resultado de dicha suma es cinco.²

Entonces la pregunta surge: ¿cuáles son los factores que determinan que la empresa resultante de la fusión valga más que la sumatoria de las empresas que se fusionan?

Son varios los motivos económicos que crean valor para los accionistas. La doctrina los divide en dos grandes grupos: la sinergia operacional y la sinergia financiera.

1. La Sinergia Operacional

Esta modalidad de sinergia incorpora aspectos como la: (a) integración horizontal, (b) integración vertical, y (c) diversificación a actividades relacionadas. A continuación analizaremos resumidamente cada uno de estos motivos.

¹ Ley General de Sociedades, Artículo 347, Inciso 3.

² Cfr.: WILSON, Ronald J. & BLACK, Bernard S., *The Law and Finance of Corporate Acquisitions*, Second Edition, The Foundation Press, Inc. 1995, pag. 258.

a. Integración Horizontal

La integración horizontal se da cuando dos o más empresas de un mismo mercado o sector se fusionan. Un ejemplo hipotético sería una fusión entre Cola-Lima y Cola-Trujillo en el mercado de bebidas gaseosas. Las razones detrás de tal integración horizontal podrían ser múltiples, como por ejemplo, el interés en lograr economías de escala en la producción³, reducir gastos de ventas por duplicidad de canales de distribución o ganar porcentajes de participación en el mercado frente a la competencia para ejercer posiciones de dominio o guerra de precios.

b. Integración Vertical

La integración vertical se da cuando se fusionan dos o más empresas que, si bien no pertenecen a un mismo mercado, dependen verticalmente la una de la otra por desarrollar actividades relacionadas. Según Robert M. Grant, la integración vertical puede darse en dos modalidades: (i) hacia atrás (*backward integration*), cuando una empresa adquiere la propiedad y el control de la producción de sus propios insumos y materia primas y (ii) hacia adelante (*forward integration*), cuando una empresa adquiere la propiedad y control de sus clientes⁴ o canales de distribución. La finalidad principal de este tipo de fusión es la de reducir los "costos de transacción", es decir, costos tales como redactar y negociar contratos, supervisar que la contraparte cumpla con los términos del mismo y demandar el cumplimiento de sus cláusulas por la vía arbitral o judicial⁵, entre otros. Cuando los "costos de transacción" son elevados, la integración vertical de negocios es recomendable.

Continuando con el ejemplo de las bebidas gaseosas, casos de *backward integration* se darían en caso que Cola-Lima produzca los insumos y materias primas (tales como agua carbonatada, saborizantes, colorantes, acidulantes, cafeína, empaquetados y otros) necesarios para elaborar las bebidas gaseosas y posea sus propias plantas embotelladoras. Por otro lado, estaríamos ante un supuesto de *forward integration* si Cola-Lima contase con sus propios canales de distribución (tales como fuerza de ventas, transporte y otros).

c. Diversificación a Actividades Relacionadas

La Diversificación a Actividades Relacionadas ocurre cuando se fusionan dos o más empresas que participan de mercados distintos, pero relacionados comercial o económicamente. Por ejemplo, en caso Cola-Lima decidiera diversificar su rango de productos e ingresar al mercado de cervezas o al de jugos. La sinergia se crearía a través de la utilización de sus canales de distribución existentes para la venta de cervezas o jugos o el uso de sus plantas embotelladoras para producir envases para cervezas o jugos.

³ Economías de escala se logran cuando los costos por unidad de producción caen con el incremento de los niveles de producción. En sectores como el de las bebidas gaseosas se requieren fuertes inversiones en planta y equipos, que son costos fijos para la Empresa. Por ello, a mayor producción de bebidas gaseosas (incremento de los costos variables, tales como personal) el costo por unidad de bebida producida decae. Ello le da una ventaja comparativa a la empresa fusionada, ya que puede ofrecer sus productos al consumidor a precios menores.

⁴ Cfr.: GRANT, Robert, *Contemporary Strategy Analysis. Concepts, Techniques, Applications*, Fourth Edition, Blackwell Publishing, 2002, pag. 393.

⁵ Cfr.: *Ibidem* pag. 390.

2. Sinergia Financiera – Diversificación a Actividades no Relacionadas

La Sinergia Financiera opera cuando se fusionan empresas que intervienen en mercados distintos y que no tienen actividades relacionadas. Este tipo de fusiones crean conglomerados económicos, financieros o comerciales. Por ejemplo, en caso Cola-Litina decidiese ingresar al mercado de productos textiles o de electrodomésticos. El razonamiento detrás de esta clase de fusiones es el interés empresarial en diversificar el riesgo de la empresa o grupo empresarial al participar en nuevos mercados. Este razonamiento ha sido bastante cuestionado por analistas y académicos en la materia, quienes consideran que los accionistas de las empresas que diversifican sus operaciones tienen mecanismos más eficientes y rápidos que dichas empresas para diversificar el riesgo de sus inversiones. Por ejemplo, ellos pueden comprar certificados de participación en fondos mutuos u otra forma de diversificación del portafolio de sus inversiones. Al respecto, Robert M. Grant señala que siempre que el mercado de capitales sea eficiente, no favorece al accionista la participación de las empresas que invierten en mercados no relacionados con el solo propósito de diversificar el riesgo de la inversión.⁴

II. ASPECTOS FINANCIEROS DE LA FUSIÓN DE EMPRESAS

Otro de los aspectos que nuestra Ley General de Sociedades exige incluir en el proyecto de fusión es la valorización de los patrimonios de las empresas que se fusionan a efectos de fijar la relación de canje de las acciones entre los accionistas de las empresas que se unen por efectos de la fusión.

Al respecto el Dr. Enrique Elías Laroza señala que a *"mayor valorización del patrimonio de una sociedad que se extingue, la relación de canje así definida determinará que sean más las acciones que se asignan a los socios de ella, a cambio de las que tenían en la sociedad extinguida"*.

De lo expuesto se desprende la importancia que tiene determinar el valor del "patrimonio" de una empresa, pues es este concepto el que determina la "relación de canje", es decir, el número de acciones que le corresponderán a los accionistas de la(s) empresa(s) que se extingue(n) como resultado de la fusión⁵. En este sentido, el patrimonio de una empresa puede ser medido bajo distintos métodos contables, financieros y de mercado. La presente sección tiene por objeto presentar al lector estas metodologías, así como las virtudes y limitaciones que cada uno de ellas confiere, dependiendo de una serie de factores, tales como la situación financiera o comercial de la empresa a ser valorizada, las circunstancias del mercado en el que opera, la existencia o no de compañías comparables dentro del sector en que participa, entre otros. Asimismo, concluiremos el análisis de la presente sección con la incidencia que la "prima de control" y el "valor de las sinergias" tienen en la determinación de la relación de canje.

⁴ Cfr. *Ibidem* p. 393.

⁵ ELÍAS LAROZA, Enrique, *Derecho Societario Peruano, La Ley General de Sociedades, Tomo I*, Norma Editora Legales S.A., 1999, p. 943.

⁶ En caso fueren dos las empresas que se extinguen, la fusión sería por consolidación. En caso fueren tan solo una, la fusión sería por absorción.

1. Metodologías para Valorizar el Patrimonio de una Empresa

Entre los métodos de valoración de empresas más utilizados por contadores, analistas financieros y consultores, podemos mencionar a los siguientes: (a) Valor en Libros, (b) Valor de Reemplazo, (c) Valor de Mercado, (d) Valor de Compañías Comparables, (e) Valor de Transacciones Comparables, y (f) Flujos de Caja Descontados. A continuación analizaremos cada una de estas metodologías.

a. Valor en Libros (Book Value)

Este método refleja el valor del patrimonio en los libros contables de la empresa, a través de sus Estados Financieros. Es decir, refleja los valores históricos del activo, pasivo y "patrimonio", los mismos que se encuentran sujetos a las Normas Internacionales de Contabilidad (NIC's) reconocidas en el Perú. Este método adolece de ciertas limitaciones para valorizar compañías por el hecho de estar sujeto a prácticas contables. La primera es que tan solo refleja valores históricos, es decir, pasados y en algunos casos presentes, mas no proyecta el potencial de crecimiento futuro del valor de una empresa, ya sea a través del incremento de sus ingresos en el tiempo, la reducción futura de sus costos operativos (costos de venta y de administración) o de su carga financiera⁹, entre otros.

De otro lado, este método, está sujeto a las NIC's y por ende a usos discrecionales, abusivos o incorrectos de los principios de contabilidad generalmente aceptados, tales como el ocultamiento de pasivos (off balance sheet finance), el uso arbitrario de los métodos de depreciación de activos tangibles o del tratamiento del costo de los inventarios, así como la forma de reflejar los pasivos contingentes en los Estados Financieros (contingent liabilities), entre otros.¹⁰ Finalmente, este método ignora el valor de los activos intangibles¹¹, tales como marcas, patentes y *know-how*, entre otros.

No obstante lo antes expuesto, este método puede ser utilizado en ciertos casos. En primer lugar, para empresas privadas pertenecientes a un mismo grupo económico en el que la forma en que se distribuyen las acciones resultantes de la fusión no es relevante, dado que dichas acciones seguirán perteneciendo a los miembros integrantes del grupo económico. Por ello, la relación de canje de las acciones puede distribuirse sobre la base del valor contable del patrimonio. Segundo, puede utilizarse dentro del marco de incentivos legislativos a las fusiones, como el expedido en el año 1994 que permitía a empresas revaluar sus activos como acto previo a la fusión, para que una vez fusionadas, la empresa resultante depreciase con efectos tributarios la diferencia entre el mayor valor de los activos acordado por los accionistas y el costo computable de los mismos.¹² En conclusión, si bien este

⁹ Una empresa puede incrementar sus ingresos a través de su expansión a nuevos mercados o el lanzamiento de nuevos productos en el mismo mercado; asimismo, puede reducir sus costos operativos vía el mejoramiento de su sistema de control de costos o la introducción de nuevas tecnologías; finalmente, puede reducir su nivel de endeudamiento y por ende sus gastos financieros, vía aportes de capital de sus accionistas para prepagar y cancelar líneas de financiamiento.

¹⁰ En los países anglosajones se les denomina Creative Accounting. R.H. Parker señala al respecto que creative accounting implica poner énfasis en el sentido literal de las normas de contabilidad, mas no en su espíritu. Cfr. PARKER, R.H., *Understanding Company Financial Statements*, Fifth Edition. Penguin Books, 1999, pag. 59.

¹¹ Salvo en los casos de compra de activos intangibles a terceros, en cuyo caso normalmente se registran como goodwill.

¹² Cfr.: Ley N.º 26283, reglamentada por D.S. N.º 126-94-EF.

método puede ser utilizado en ciertos escenarios, no es recomendable para la generalidad de los casos.

A efectos de graficar este método de valorización, representamos a continuación el Balance General simplificado de Cola-Lima:

ACTIVOS		PASIVOS	
Activos Corrientes			
	50		
Activos Fijos			
Inmueble y Construcción (100)			
Equipos (20)			
	120		50
		PATRIMONIO	
			120
Total	170	Total	170

De acuerdo a dicho gráfico, el patrimonio de la empresa valdría \$120 000.

b. Valor de Reemplazo (Replacement Value)

Este método propone que el valor patrimonial de la empresa está dado por el valor de reemplazo de sus activos, menos el pasivo. Es decir, el valor que un comprador pagaría por los activos si es que éstos se fuesen a vender a la fecha en que se hace la valorización. Este método es utilizado para valorizar a empresas próximas a su liquidación por no ser más viables comercial, económica y/o financieramente en el largo plazo (no son más un *going concern*). Es decir, empresas cuya posibilidad de generación de flujos de caja positivos en el futuro es limitada o nula.

Bajo esta metodología uno podría incrementar el valor patrimonial de Cola-Lima. Por ejemplo, supongamos que Cola-Lima es propietaria de una planta embotelladora (inmueble más construcción) que es reflejada en el Balance a un valor contable de \$100 000, luego de deducidos los gastos por depreciación. No obstante ello, la planta podría tener un valor comercial de \$150 000. Por ello, utilizando los datos consignados en el Balance General de Cola-Lima, graficado en el acápite (a) precedente, y aplicando el método del Valor de Reemplazo, tendríamos que el valor real del patrimonio de Cola-Lima sería de \$170 000, tal como se desprende del siguiente cuadro:

ACTIVOS		PASIVOS	
Activos Corrientes			
	50		
Activos Fijos			
Inmueble y Construcción (150)			
Equipos (20)			
	220		50
		PATRIMONIO	
			170
Total	220	Total	220

c. Valor de Mercado (*Market Capitalization*)

La valorización de la empresa bajo este método se calcula multiplicando el valor de cotización de las acciones en un mecanismo centralizado de negociación de valores (ej., la Bolsa de Valores de Lima) por el número de acciones emitidas en circulación. Por ejemplo, si Cola-Lima tuviere 160 000 acciones en circulación en la Bolsa de Valores de Lima, todas sus acciones fueran de la misma clase y cotizaran a US\$ 1.2 por acción, el valor de mercado de la compañía sería de US\$ 192 000.¹³

No obstante ser este método un buen referente para determinar el valor de una empresa (ya que refleja el precio que los inversionistas están dispuestos a pagar por la acción en el mercado), dicho precio no necesariamente refleja el valor real de la acción. Es decir, para que este método por sí solo fuera suficiente para valorizar una compañía, deberíamos presumir la validez de la Teoría del Mercado Eficiente (*Efficient Market Theory*) que plantea que los "precios [de las acciones] en todo momento reflejan íntegramente la totalidad de la información disponible [en el mercado]"¹⁴. Si bien en el Perú existen normas que protegen la transparencia en el mercado de valores, tales como el "Reglamento de Hechos Importancia, Información Reservada y Otras Comunicaciones"¹⁵ que obligan a las empresas a informar al mercado, entre otros aspectos, el riesgo implícito de la empresa y de sus valores, su situación financiera y los resultados de sus operaciones, creemos que la información existente no necesariamente refleja el precio de la acción por una serie de razones, de las que mencionaremos solamente dos.

La primera se debe a las prácticas contables dudosas, engañosas o discrecionales que permiten a compañías ocultar al mercado información valiosa sobre su situación contable o financiera. Por ejemplo, a través de la creación de empresas de propósito especial (*special purpose entities*), Enron creó una falsa impresión sobre el crecimiento de sus utilidades¹⁶ y, por ende, del valor de su acción, defraudando a miles de inversionistas. La segunda razón es la volatilidad en el sentir de los inversionistas. Tal como lo señalan Gilson y Black si bien algunas de las variaciones en la demanda de los inversionistas por valores son completamente racionales, otras parecen responder a cambios en la expectativa o sentimientos que estos tienen y que no se justifican plenamente sobre la base de la información disponible.¹⁷

No obstante ello, creemos que en buena parte de los casos el Valor de Mercado de una empresa es un buen referente para la determinación del valor real de su patrimonio.

d. Compañías Comparables (*Comparable Trading Multiples*)

De acuerdo a este método uno puede valorizar el patrimonio de una compañía sobre la base del valor patrimonial de "compañías comparables". Para efectos de utilizar

¹³ Siempre que todas las acciones de la empresa coticen en la Bolsa de Valores de Lima.

¹⁴ Cf.: GILSON, Ronald J. y BLACK, Bernard S., *The Law and Finance of Corporate Acquisition*, 2nd Edition, The Foundation Press, Inc. New York, 1995, pag. 146, citando a Eugene Fama, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*.

¹⁵ Cf.: Resolución Consejo No. 107-2002-EP/94.10.

¹⁶ Por más de US\$ 1 Billón.

¹⁷ Cf.: GILSON, Ronald J. y BLACK, Bernard S., *The Law and Finance of Corporate Acquisition*, 2nd Edition, The Foundation Press, Inc. New York, 1995, pag. 161.

este método se deben escoger empresas que participen del mismo mercado y cuenten con similitud de "tamaño, ... productos, antigüedad y tendencias recientes"¹⁸ a las de la empresa a ser valorizada. Tal como se detalla más adelante, para fijar el valor de la compañía en cuestión se utilizan ratios financieros de las compañías comparables, cuyos promedios (considerados independientemente) se multiplican por las ventas, utilidades netas y valor en libros de la compañía a ser valorizada.

Por ejemplo para valorizar Cola-Lima, utilizamos valores e indicadores de otras tres compañías hipotéticas del mercado de bebidas gaseosas: Cola-Trujillo, Cola-Piura y Cola-Arequipa. Todas las empresas antes mencionadas son competidoras en el sector de bebidas gaseosas, tienen rúveles de ventas, utilidad neta y valor en libros relativamente parecidos y gozan aproximadamente de entre 20 a 30 años vendiendo sus productos en el mercado. La información financiera respecto de cada una de dichas empresas es la siguiente:

Indicadores	Cola-Trujillo	Cola-Piura	Cola-Arequipa
Ventas	90 ¹⁹	120	160
Utilidad Neta	9	15	20
Valor en Libros	120	120	140
Valor de Mercado	170	190	230

Los ratios financieros de cada una de ellas son como siguen:

Ratios	Cola-Trujillo	Cola-Piura	Cola-Arequipa	Promedio
Mercado/Ventas	1.9	1.6	1.4	1.6
Mercado/Utilidad	18.9	12.7	11.5	14.4
Mercado/Libros	1.4	1.6	1.8	1.5

Como puede observarse, los ratios de las tres empresas son relativamente parecidos y por ende comparables. Por ello, para obtener el valor de Cola-Lima se utilizan los ratios financieros promedio de las tres empresas comparables, es decir: "mercado/ventas" (1.6), "mercado/utilidad" (14.4) y "mercado/libros" (1.5). Dichos ratios son luego multiplicados por el valor de las ventas, utilidades netas y valor en libros de Cola-Lima, de acuerdo al siguiente cuadro:

Ratios Promedio	Indicadores	Valores	Valor de Mercado
1.6	Ventas: 100	160	170.9
14.4	Utilidad: 12	172.8	
1.5	Libros: 120	180	

Finalmente los valores resultantes de la multiplicación se promedian y nos arrojan un valor patrimonial de US\$ 170 900 para Cola-Lima.

No obstante las virtudes de esta metodología de valorización, la misma sufre de algunas limitaciones. En primer lugar, resulta frecuente que las compañías de un mismo rubro o sector no sean necesariamente comparables debido a razones tales como: (i) la estructura misma del mercado (monopolio u oligopolio con tan solo dos empresas compitiendo); (ii) los ingresos, utilidades, valores contables y de mercado

¹⁸ Cfr.: GAIXHAN, Patrick A., *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructuring*, 2^a Edition, p. 225.

¹⁹ Montos en Miles de US\$.

de las mismas son extremadamente dispares y, por ende, no comparables; o (iii) la falta de empresas del sector que coticen en algún mecanismo centralizado de negociación de valores que permitan tener información financiera sobre las compañías a ser utilizadas en la comparación. En segundo lugar, esta metodología no considera las primas por control o las sinergias que una fusión puede traer a las empresas que se unen o integran.

e. Transacciones Comparables

El método de transacciones comparables es bastante similar al de compañías comparables, con la diferencia de que a efectos de valorizar el patrimonio de una compañía se mide el valor que se pagó en "transacciones similares". Es decir, la diferencia radica en que: (i) bajo este método se comparan transacciones comparables y no compañías comparables y (ii) que al estar comparando transacciones la valorización incluye el valor pagado una vez concluida la operación, es decir, incorpora el valor de la prima de control más la sinergia.

f. Flujo de Caja Libre Descontado a Valor Presente (Flujo de Caja Descontado)

Este método propone que el valor de una empresa equivale a su capacidad de generación de flujos de caja libres en el futuro aplicándoles una tasa de descuento (discount rate o opportunity cost of capital). Es decir, este método difiere radicalmente de los analizados anteriormente debido a que presupone que el valor real de una empresa está en capacidad de generar flujos de caja positivos en el futuro y no en el valor de sus activos (ya sea en libros o de reemplazo), su valor de mercado o el de transacciones o compañías comparables.

Tal como lo señalan Brealy y Myers, el "flujo de caja es el concepto más simple; es tan solo la diferencia entre los dólares [soles] recibidos y los dólares pagados"²⁰. Por ello, a efectos de determinar el valor de los flujos de caja libres, la empresa debe descontar de sus ingresos o ventas²¹ conceptos como costos de ventas, gastos de administración y de venta, intereses, impuestos, costos de capital de trabajo²², inversión en plantas y equipos, entre otros conceptos.

Este método desconoce las prácticas contables y mide a la empresa por su potencial de generar flujos de caja positivos en el futuro. Al respecto, Brealy y Myers señalan que los contadores inician su análisis considerando "dólares dentro" y "dólares fuera", pero para obtener ingresos contables ajustan estos conceptos en dos formas importantes. En primer lugar, muestran utilidades cuando se *devengan*, y no cuando la compañía percibe los ingresos correspondientes a las cuentas por cobrar.²³ En segundo lugar, mientras deducen los gastos corrientes (current expenses) para el cálculo de las utilidades, capitalizan los gastos de capital ("capital expenses")²⁴. Es decir, los gastos de capital son depreciados durante la vida útil de los activos y deducidos como gasto anualmente contra los ingresos de la empresa.²⁵ Por el contrario, bajo el método de Flujo de Caja Descontado, el monto correspondiente a

²⁰ Cfr. BREALY, Richard y MYERS, Stewart, *Principles of Corporate Finance, International Edition*, McGRAW-HILL, New York, 2003, pag. 119.

²¹ Varios factores determinan la capacidad de una empresa de generar flujo de caja positivos en el tiempo, como el porcentaje de participación que posee en el mercado en que compete, el grado de competencia, tamaño y potencial de crecimiento del mismo, el costo asociado a las fuentes para la entrada de nuevos competidores, y el crecimiento de la economía del país, entre otros.

²² En este caso solo se consideran los costos adicionales para capital de trabajo de año a año.

las inversiones de capital (planta y equipo) se descuenta de los ingresos percibidos el año en que se realizan.

De otro lado, al flujo de caja de la empresa valorizada se le debe aplicar una tasa de descuento, que es la tasa máxima de retorno que los inversionistas (en el caso bajo análisis, accionistas) podrían obtener en el mercado en caso invirtieran en otros valores de riesgo similar.^{26,27} Siguiendo con nuestro ejemplo, al flujo de caja futuro de Cola-Lima se le aplicaría una tasa de descuento que equivalga al costo de oportunidad que asumen sus accionistas al invertir en acciones de dicha empresa y no en otros valores de riesgo similar en el mercado ("costo de oportunidad"), como podrían ser las acciones de Cola-Arequipa o Cola-Piura, entre otras.

Los tres gráficos que enumeramos a continuación nos permiten calcular el valor del patrimonio de una compañía a través del método de Flujo de Caja Descantado: (1) valor presente del flujo de caja futuro estimado a cinco años, (2) valor presente del flujo de caja futuro estimado del sexto año a perpetuidad y (3) valor del flujo de caja estimado del primer año a perpetuidad, deducido el valor de mercado del endeudamiento de la empresa.

1.1) Valor Presente del Flujo de Caja Estimado a 5 Años

Flujo de Caja Descantado a 5 Años - Cola-Lima					
En Miles de US\$	2003	2004	2005	2006	2007
Ventas	100	103	105	108	111
Costo de Ventas	60	62	63	65	66
Gastos Administrativos y de Ventas	10	10	11	11	11
Flujo de Caja Operativo ²⁸	30	31	32	32	33
Intereses	0	0	0	0	0
Flujo de Caja antes de Impuestos	30	31	32	32	33
Impuesto a la Renta al 33%	10	10	11	11	11
Flujo de Caja después de Impuestos	20	21	21	21	22
Inversiones en Plantas y Equipos ²⁹	0	0	0	0	0
Flujo de Caja Neto	20	21	21	21	22
Valor Presente del Flujo de Caja Neto	18	17	15	14	13
Tasa de Descuento - 5 años ³⁰	1.110	1.232	1.368	1.518	1.685
VALOR DE LA EMPRESA AL 2007	77				

El valor del Flujo de Caja Descantado de Cola-Lima a 5 años es de US\$77 000.³¹

²⁶ Cfr.: BREALY, Richard y MYERS, Stewart, *Principles of Corporate Finance, International Edition*, McGRAW-HILL, New York, 2003, págs. 119-120.

²⁷ Son gastos de capital la compra de edificaciones, terrenos y equipos.

²⁸ Cfr.: BREALY, Richard y MYERS, Stewart, *Principles of Corporate Finance, International Edition*, McGRAW-HILL, New York, 2003, pag. 120.

²⁹ La fijación de la tasa de retorno o de descuento se da comúnmente a través del Capital Asset Pricing Model (CAPM). Para mayor detalle, Cfr.: BREALY, Richard y MYERS, Stewart, *Principles of Corporate Finance, International Edition*, McGRAW-HILL, New York, 2003, Capítulo 8.

³⁰ A efectos de simplificar el ejemplo aún más no estamos incluyendo el efecto que el endeudamiento tiene sobre la tasa de descuento, también conocido como weighted-average cost of capital o "WACC". Para mayor información Cfr.: BREALY, Richard y MYERS, Stewart, *Principles of Corporate Finance, International Edition*, McGRAW-HILL, New York, 2003, Capítulo 19.

f.2) Valor Presente del Flujo de Caja del Sexto Año a Perpetuidad

Ahora bien, para conocer el valor real de la compañía uno debe proyectar el valor de los flujos de caja futuros a perpetuidad. Ello es conocido como Valor Terminal (Terminal Value). Con dicho fin, los analistas estiman el flujo de caja neto anual en el futuro y le aplican una tasa de crecimiento.²² A dicho resultado se le aplica una tasa de descuento futura ("costo de oportunidad").²³

Valor Presente del Flujo de Caja del Sexto Año a Perpetuidad en Miles de US\$	
Flujo de Caja Neto Futuro Estimado	24
Tasa de Descuento Futura	1.110
Crecimiento del Flujo de Caja Neto Futuro	1.026
Valor del 2006 a Perpetuidad	188

El valor del Flujo de Caja Descontado de Cola-Lima del sexto año a perpetuidad es de US\$ 188 000.

f.3) Valor de los Flujos de Caja Descontados menos el Endeudamiento

Finalmente, para fijar el valor del patrimonio de la compañía uno debe descontarle al valor de los flujos de caja netos descontados a perpetuidad, el valor de mercado de la deuda, tal como se desprende del siguiente cuadro:

Valor de Flujos de Caja Descontados menos Endeudamiento en Miles de US\$	
Valor de Flujos de Caja Descontados a Perpetuidad	(+) 266
Valor de Mercado de la Deuda	(-) 46
Valor del Patrimonio	= 220

Por ello, de acuerdo al método de Flujo de Caja Descontado el valor del patrimonio de Cola-Lima sería de US\$ 220 000.

2. ¿Qué Método Utilizar para Valorizar una Empresa?

Tal como se desprende del siguiente cuadro los métodos de valorización analizados nos arrojan valores patrimoniales distintos:

²² El Flujo de Caja Operativo es también conocido como Utilidades antes de Intereses, Impuestos, Depreciación y Amortización o UAIIDA (EBITDA en el idioma inglés) y mide el manejo operativo-comercial de la empresa.

²³ A efectos de simplificar el ejemplo no hemos considerado el egreso inicial que representa la compra de nueva maquinaria, equipo e inmuebles. Asimismo, no consideramos el efecto que la depreciación tiene en el pago del impuesto a la renta y, por ende, en la determinación del flujo de caja futuro de la empresa.

²⁴ Estamos considerando una tasa de descuento igual a 11%.

²⁵ Cabe resaltar que la mayoría de los analistas proyectan los flujos futuros a un horizonte de entre 7 y 10 años. No obstante ello, para efectos de simplificar la lectura del ejemplo, hemos proyectado los flujos a tan solo 5 años.

²⁶ La tasa de crecimiento normalmente se proyecta sobre el incremento histórico de los flujos de caja, más otros factores. Por ejemplo, en la minería el factor de crecimiento podría estar dado por la posibilidad de encontrar nuevas reservas de minerales no minas existentes o en concesiones mineras en las que se viene explorando. En el sector pesquero, la tasa podría decrecer si es que se prevé futuras corrientes del niño que afecten la pesca.

²⁷ En caso la generación de los flujos de caja futuros sean volátiles o riesgosos, la tasa de descuento será mayor, de lo contrario podrá ser la misma o menor.

Método de Valorización	Valor del Patrimonio en US\$
Valor en Libros	120 000
Valor de Reemplazo	170 000
Valor de Mercado	182 000
Compañías Comparables	170 900
Transacciones Comparables	210 000 ¹⁴
Flujo de Caja Descontado a Valor Presente	220 000

Por ello, la pregunta surge: ¿qué método es el correcto o más apropiado para valorizar el patrimonio de una empresa?

La respuesta no es simple y se encuentra condicionada a una serie de variables, como: (i) el interés y capacidad de negociación de las partes que participan en la fusión, ya que en la mayoría de casos los distintos métodos de valorización se utilizan para establecer rangos mínimos y máximos de negociación; (ii) la situación económico-financiera de la compañía valorizada, ya que si la misma no tiene una proyección de flujos positiva en el largo plazo, el método de Valor de Reemplazo será el preferido; y, (iii) la existencia o no de compañías o transacciones comparables a fin de establecer si se pueden o no utilizar los métodos de Compañías Comparables y Transacciones Comparables, entre otros factores.

No obstante lo antes expuesto, el método más utilizado hoy en día por analistas financieros, banqueros de inversión y consultores es el del Flujo de Caja Descontado.

3. Valor de la Sinergia (*Synergy*)

La sinergia, en cualquiera de las modalidades explicadas en la Sección Primera de este artículo (sinergia operacional o financiera), crea valor adicional para los accionistas de las empresas que se fusionan. Pero, ¿cómo se distribuye ese valor entre dichos accionistas? La respuesta es simple, aunque su puesta en práctica sea complicada: se distribuye en base a lo negociado por las partes que participan de la fusión.

4. Prima de Control (*Control Premium*)

La prima de control es el monto que el adquirente está dispuesto a pagar por encima del valor de mercado de la empresa adquirida a efectos de obtener el control o el manejo de los derechos políticos de esta última.¹⁵

En caso que la prima de control sea pagada con acciones de la empresa adquirida la misma será un factor a considerar en la determinación de la relación de canje de acciones en el marco de la fusión.

III. CONCLUSIONES

1. Nuestra Ley General de Sociedades requiere que, como parte del contenido del proyecto de fusión, se incluyan sus principales aspectos económicos y los criterios de valorización empleados para la determinación de la relación de canje entre las respectivas acciones de las sociedades participantes en la fusión.

¹⁴ Para efectos del cálculo hemos presumido que en una transacción comparable a la fusión entre Cola-Lima y Cola-Trujillo los compradores pagaron un precio de US\$ 210 000, mismo que incluye la "prima de control".

¹⁵ Dicho control se refleja en el derecho a elegir a la mayoría de los miembros de la administración de la empresa y/o en la tenencia de la mayoría de las acciones con derecho a voto de la misma.

2. Dentro de los principales aspectos económicos que motivan la fusión de empresas encontramos a la sinergia o creación de valor para los accionistas. La sinergia se divide en dos grandes grupos: sinergia operacional y sinergia financiera.

a. La sinergia operacional se sub-divide en tres grandes grupos. En primer lugar la integración horizontal que implica la fusión de dos o más empresas pertenecientes a un mismo sector del mercado. En segundo, la integración vertical, que conlleva la fusión de dos o más empresas pertenecientes mercados distintos pero que dependen verticalmente la una de la otra una por desarrollar actividades relacionadas. Finalmente, la diversificación a actividades relacionadas se da cuando se fusionan dos a más empresas que participan de mercados distintos, pero relacionados comercial o económicamente.

b. La sinergia financiera ocurre cuando se fusionan empresas que intervienen en mercados distintos y que no tienen actividades relacionadas. Este tipo de fusiones crean conglomerados económicos, financieros o comerciales.

3. La relación de canje de acciones en el marco de la fusión de empresas depende del valor de los patrimonios de las empresas que se fusionan. Por ello, la importancia de seleccionar los métodos de valorización más adecuados, dada la situación financiera o comercial de la empresa a ser valorizada y las circunstancias del mercado en el que opera, entre otras variables. Al respecto, existen diversos métodos de valorización, tales como el Valor en Libros, el Valor de Reemplazo, el Valor de Mercado, los métodos de Compañías Comparables y Transacciones Comparables y el Flujo de Caja Descuento. De estos métodos el preferido por analistas financieros y banqueros de inversión es el Flujo de Caja Descuento.

4. Si bien creemos que la fijación del valor de los patrimonios de las compañías a fusionarse es crítico a efectos de determinar la relación de canje entre las acciones de las empresas que se fusionan, consideramos que el valor de la "sinergia" y la "prima de control" (en caso el pago se haga con acciones de la adquirente) a pagarse son también factores importantes que afectan la relación de canje.