



TRABAJO FIN DE GRADO
GRADO EN ADMINISTRACIÓN Y DIRECCIÓN DE EMPRESAS
CURSO ACADÉMICO: 2023/2024
CONVOCATORIA: JUNIO

**FACTORES DE CREACIÓN Y DESTRUCCIÓN DE VALOR EN OPERACIONES
DE FUSIÓN Y ADQUISICIÓN DE EMPRESAS**

AUTOR: Rodríguez Panizo, Pablo

DNI: 02592413Z

TUTOR: González Martín, Jesús María

En Madrid, a 3 de junio de 2024

ÍNDICE DE CONTENIDO

INTRODUCCIÓN.....	4
I. CONCEPTO DE FUSIONES Y ADQUISICIONES	5
II. MOTIVACIONES PARA LLEVAR A CABO UNA OPERACIÓN DE F&A	7
LA CREACIÓN DE VALOR.....	8
III. FACTORES DE CREACIÓN DE VALOR.....	10
1. FACTORES DE CREACIÓN DE VALOR PRE-ADQUISICIÓN.....	10
1.1 <i>Elección y evaluación del socio estratégico</i>	<i>10</i>
1.2 <i>Pagar el precio justo y la forma de pago</i>	<i>12</i>
1.3 <i>Desajustes de tamaño y organización.....</i>	<i>13</i>
1.4 <i>Estrategia global y experiencia acumulada en F&A.....</i>	<i>13</i>
1.5 <i>Periodo de cortejo.....</i>	<i>14</i>
1.6 <i>Comunicación antes de la fusión</i>	<i>15</i>
1.7 <i>Política de retribución futura</i>	<i>15</i>
2. FACTORES DE CREACIÓN DE VALOR POST-ADQUISICIÓN	16
2.1 <i>Estrategias de integración</i>	<i>16</i>
2.2 <i>Liderazgo postadquisición</i>	<i>18</i>
2.3 <i>Velocidad de ejecución</i>	<i>19</i>
2.4 <i>Equipo de integración posterior a la fusión</i>	<i>20</i>
2.5 <i>Comunicación durante la implantación.....</i>	<i>21</i>
2.6 <i>Gestión de diferencias culturales.....</i>	<i>22</i>
2.7 <i>Gestión de los recursos humanos</i>	<i>23</i>
IV. LA DESTRUCCIÓN DE VALOR.....	24
1. PSICOLOGÍA EN OPERACIONES DE F&A	24
V. LA MEDICIÓN DE VALOR.....	26
1. VALOR ECONÓMICO AGREGADO	27
2. CONEXIÓN ENTRE ROIC Y CRECIMIENTO.	28
3. DESCUENTO DE FLUJOS DE CAJA.....	30
4. RETORNOS ANORMALES ACUMULADOS	32
CASO DE ESTUDIO	34
VI. ADQUISICIÓN DE GILLETTE POR PROCTER & GAMBLE	34
1. INTRODUCCIÓN DE LAS COMPAÑÍAS	34
1.1 <i>Procter and Gamble.....</i>	<i>34</i>
1.2 <i>Gillette.....</i>	<i>34</i>
2. TIPO DE OPERACIÓN Y MOTIVACIONES	35
3. POSIBLES FACTORES DE CREACIÓN Y DESTRUCCIÓN DE VALOR.	35
3.1 <i>Precio y forma de pago.....</i>	<i>35</i>
3.2 <i>Estrategias y sinergias.....</i>	<i>36</i>
3.3 <i>Cultura corporativa y gestión del talento.....</i>	<i>38</i>
3.4 <i>Comunicación</i>	<i>38</i>
4. VALORACIÓN	39
CONCLUSIONES.....	46
BIBLIOGRAFÍA.....	48

ÍNDICE DE ILUSTRACIONES

Ilustración 1. Actividad mundial de F&A.	4
Ilustración 2. Relación entre economía y nº de transacciones.	5
Ilustración 3. Correlación entre el retorno total de los accionistas y el crecimiento de empleo.	9
Ilustración 4. Factores clave de éxito y su interrelación pre y post fusión.	10
Ilustración 5. Retornos en función de número y tamaño de transacciones.	14
Ilustración 6. Modelo de enfoques de integración de adquisiciones.	17
Ilustración 7. Relevancia de los diferentes factores de integración.	21
Ilustración 8. Sesgo de aversión a la pérdida.	25
Ilustración 9. Ejemplo beneficio económico.	28
Ilustración 10. Combinación de ROIC y crecimiento.	29
Ilustración 11. Flujo de caja a diferentes tasas de crecimiento.	30
Ilustración 12. Comparación con otras transacciones.	36
Ilustración 13. Diapositiva de la presentación a los socios de Gillette en cuanto a la comunicación.	38
Ilustración 14. Desempeño del precio y los beneficios por acción de P&G tras la adquisición de Gillette.	44

Introducción

Las fusiones y adquisiciones (F&A) son una parte vital de cualquier economía sana y lo que es más importante, la principal forma que tienen las empresas de proporcionar beneficios a sus propietarios e inversores (Sherman & Hart, 2006, pág. 1). Las F&A se han convertido en una de las herramientas estratégicas de creación de valor más utilizadas en todo el mundo, pero debido a su complejidad, no siempre se consigue este último propósito. En un entorno empresarial cada vez más dinámico y sofisticado donde la evolución es constante, el crecimiento orgánico, es decir el que las propias empresas son capaces de generar por sus propios medios, es cada vez más difícil. Es por eso por lo que en algunos casos este tipo de operaciones pueden suponer una gran ventaja e impulso para las empresas que buscan generar valor de forma “rápida”.

El papel de las F&A en la sociedad actual es algo que normalmente no se aprecia a primera vista, pero siempre han estado ahí para hacernos la vida más sencilla. A grandes rasgos las F&A permiten que el mercado sea más eficiente, reduce costes gracias a economías de escala y crea una mayor competitividad en el mercado, lo que desemboca en un beneficio para toda la población. Además, tienen una gran influencia en la globalización al permitir a las empresas expandirse a nivel internacional. Todo esto influye de forma positiva en la sociedad, ya que impulsa el crecimiento y la expansión económica y cultural, dando lugar también a una mayor innovación gracias a la unión de conocimiento y experiencia de diferentes compañías. (Andrade & Erik, 1999)

El auge de las F&A comenzaron a finales del siglo 19 en Estados Unidos. Sin embargo, su existencia coincide con la aparición de las primeras compañías. Por ejemplo, en 1708 la compañía británica East India Company unió fuerzas con la compañía rival para contrarrestar su creciente influencia y proteger sus intereses, dando lugar a United Company of Merchants of England Trading to the East Indies. (Tikkanen, 2024) Como se puede ver en la ilustración 1, el número de transacciones mundiales no ha dejado de crecer, teniendo una clara tendencia alcista desde inicios de los 80 y dejando una trayectoria marcada por los ciclos económicos. En cuanto al valor de las transacciones se puede observar que sigue una trayectoria similar a la de número de transacciones, pero con una mayor volatilidad.

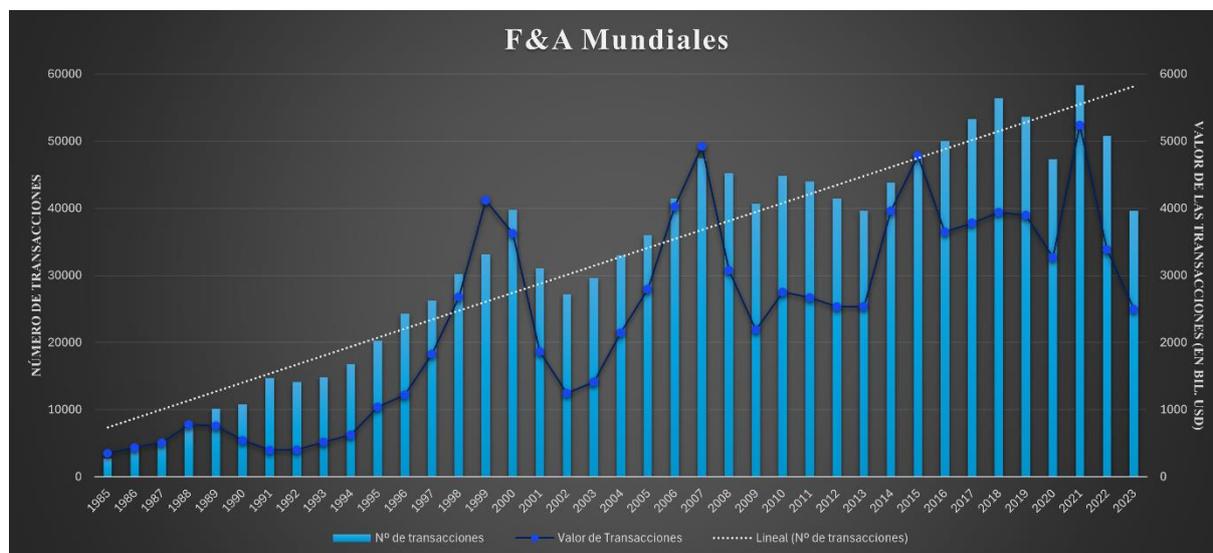


Ilustración 1. Actividad mundial de F&A. Fuente: Elaboración propia a través de Boston Consulting Group

Todo esto es de esperar, ya que los tipos de interés, tensiones geopolíticas y el miedo a posibles recesiones, son todos factores que a la vez que merman el crecimiento económico, también hacen disminuir el número de transacciones, dejando una correlación positiva cercana a uno con el PIB real de Estados Unidos, país referente en las dos variables.

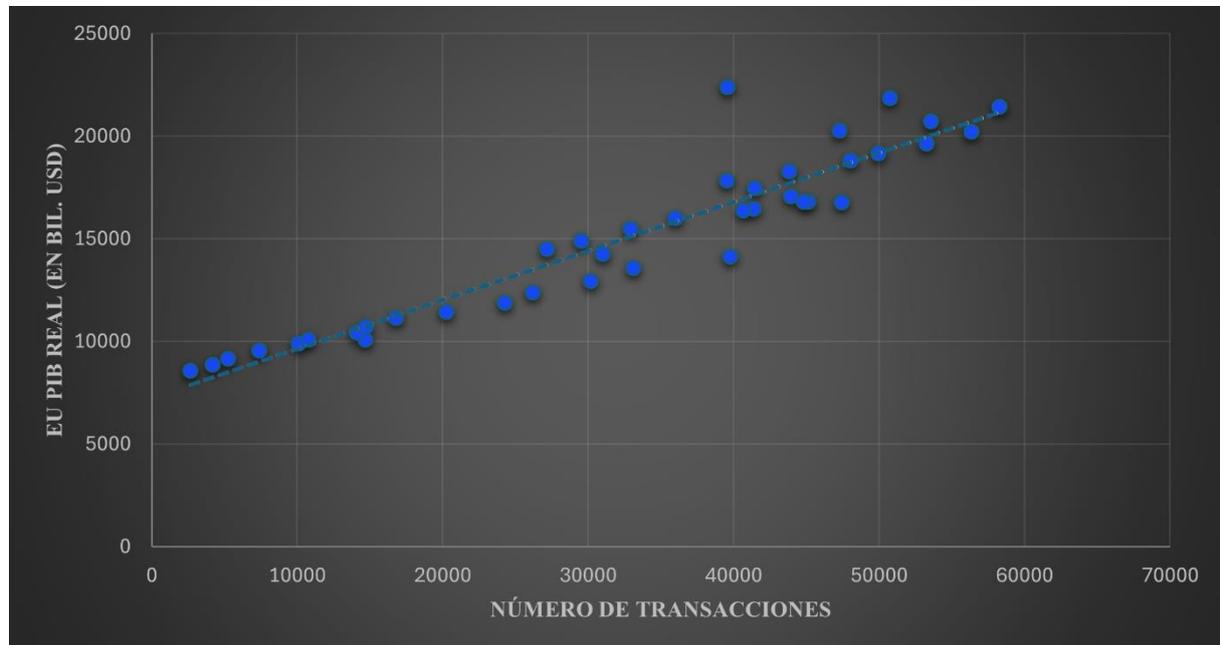


Ilustración 2. Relación entre economía y nº de transacciones. Fuente: Elaboración propia a través de BCG y FRED

I. Concepto de Fusiones y Adquisiciones

Dentro del amplio mundo de las operaciones de fusión y adquisición podemos señalar de forma simple que una **fusión** se refiere al proceso empresarial en el que dos o más compañías combinan sus activos, capital humano y operaciones para formar una nueva entidad. Un ejemplo de una fusión puede ser la que se dio en 2016 entre Heinz y Kraft, formando The Kraft Heinz Company. Las fusiones pueden ser estructuradas de una gran variedad de formas dependiendo de la relación entre las dos compañías involucradas en el acuerdo:

- **Fusión horizontal:** Se trata de la unión de dos compañías que son competidores directos y comparten los mismos productos y mercados.
- **Fusión vertical:** Se da cuando dos compañías que operan en diferentes etapas de la cadena de valor de un producto o servicio se combinan, es decir, cuando proveedor o cliente se junta con la compañía que les compra.
- **Fusión conglomerada:** Sucede cuando dos empresas que no tienen ningún tipo de relación ni en cuanto a producto ni a mercado, se combinan.
- **Fusión de ampliación de mercado:** Se da cuando se unen dos negocios que venden el mismo producto en diferentes mercados.

- **Fusión de ampliación de productos:** Se produce cuando dos compañías que venden productos diferentes, pero relacionados en el mismo mercado, unen fuerzas. (Hayes, 2024)¹

A su vez las **adquisiciones** son la compra de activos como puede ser una planta industrial, una unidad de negocio o incluso una compañía entera que queda totalmente absorbida por la empresa compradora manteniendo su nombre y estructura organizacional. Otro ejemplo para este tipo de operación sería la compra de WhatsApp por Facebook en 2014.

A la hora de financiar estas operaciones podemos encontrar diferentes maneras de hacerlo, dependiendo de la situación financiera de la empresa compradora, el tamaño y la naturaleza de la adquisición. Una compañía puede comprar a otra con capital propio de su balance, reservas acumuladas o emisión de acciones, además es muy común que las empresas usen deuda, bien mediante préstamos o emisión de bonos. Otra forma de financiación es a través de ofrecer las propias acciones de la empresa como forma de pago, que como veremos más adelante puede ser una opción interesante para alinear propósitos. En la mayoría de los casos, es muy común que se dé una combinación de todas las opciones mencionadas anteriormente, adaptadas a las necesidades específicas de la transacción y del mercado en ese momento.

Dentro de las adquisiciones podemos observar que se pueden hacer de diferentes maneras:

- **Oferta pública de adquisición amistosa (OPA):** se trata de una operación en la que se ofrece a todos los accionistas de una compañía cotizada la compra de sus acciones a cambio de un precio acordado y con apoyo de la administración.
- **OPA hostil:** La empresa adquiriente hace una oferta directamente a los accionistas sin el permiso de la empresa objetivo.
- **Adquisición apalancada (Leveraged Buyout, LBO):** la empresa compradora utiliza una cantidad significativa de financiamiento con deuda para adquirir la empresa objetivo. La deuda se asegura con los activos de la empresa objetivo, y la empresa compradora utiliza los flujos de efectivo de la empresa objetivo para pagar la deuda.
- **Adquisición de activos:** Se da cuando la empresa interesada adquiere un activo en particular de la empresa objetivo.
- **Adquisición de acciones:** Sucede cuando la empresa compradora adquiere una participación mayoritaria o completa de la empresa objetivo al comprar sus acciones en el mercado abierto
- **Adquisición inversa (Reverse Takeover):** Ocurre cuando una empresa privada y más pequeña adquiere una empresa pública y más grande, donde la pequeña conserva el nombre y la estructura legal de la más grande. (Gaughan, 2015)

¹ Importante señalar que todos estos casos se pueden ver en adquisiciones también.

II. Motivaciones para llevar a cabo una operación de F&A

La razón principal por la que se hacen operaciones de F&A es hacer crecer la compañía de forma “rápida” sin hacer todo el trabajo que conlleva construir algo desde cero. La dedicación de recursos financieros y humanos para hacer crecer algo tiene otros beneficios que se verán reflejados en el largo plazo y en la creación de valor sostenible en el tiempo, pero requiere más paciencia, posiblemente se caerá en errores costosos y puede ocasionar que se pierda alguna oportunidad por no estar preparados en el momento adecuado, pero sin duda, esconde menos riesgos. (Patel, 2022)

Todas las motivaciones para realizar F&A giran en torno a una idea, y esta son las sinergias. Una **sinergia** ocurre cuando “*la combinación de dos compañías excede el valor de cada una de ellas por separado*”. (Patel, 2022) El ejemplo típico de esto es $1+1=3$. Los dos principales tipos de sinergias que se pretenden conseguir con este tipo de operaciones son la reducción de costes y la mayor generación de ingresos gracias a la cooperación entre las entidades. Un ejemplo de sinergia de costes se da cuando se adquiere una empresa que usa las mismas materias primas que la empresa adquirente, por lo que, al hacer pedidos más grandes a los proveedores, se tiene un mayor poder de negociación de precios. Por otro lado, un ejemplo simple de sinergia de ingreso es cuando una tienda de ropa adquiere una tienda de zapatos. Ahora los clientes de la tienda de ropa comprarán también zapatos y viceversa, generando así más ingresos.

Para tener una imagen más clara de el por qué se realizan este tipo de transacciones, Sherman y Hart, (2006) sugieren que las principales razones son las siguientes, todas ellas relacionadas de una forma u otra con sinergias de costes o ingresos:

- “La reducción de costes gracias a economías de escalas producidas por operaciones verticales u horizontales.”
- “El deseo de reducir el número de competidores, incrementando la participación de mercado y reduciendo la competencia de precios.”
- “La necesidad de introducirse en un nuevo mercado geográfico, sobre todo si el mercado actual está saturado.”
- “El deseo de diversificar en nuevos productos y servicios.”
- “A veces se hacen también por las presiones de crecimiento que los inversores ejercen.”
- “Acceso a mayores recursos gracias a la otra empresa.”
- “Los propietarios se encuentran cerca de su jubilación o simplemente ya están preparados para desprenderse de la compañía.”
- “Por incapacidad para competir como empresa independiente.”
- “Para obtener beneficios fiscales.”
- “Hay compañías con exceso de capital que lo usa para redistribuirlo en usos más rentables o complementarios.”
- “Acceso más rápido y menos costoso al mercado de valores que una oferta pública inicial (IPO), con todas las ventajas de mayor acceso a capital, mayor visibilidad y credibilidad que ello conlleva. Esto se consigue gracias a las adquisiciones inversas.”

LA CREACIÓN DE VALOR

Según Expansión (2024) lo denomina como: “*Conjunto de actividades que aumentan el valor para los accionistas y demás partes interesadas de la empresa, incrementando la rentabilidad sobre el capital invertido, así como el valor de los bienes o servicios para los consumidores. La rentabilidad económica supone la obtención de un nivel más alto de ganancias que de pérdidas en un campo determinado; en este caso, son los beneficios o resultados en una inversión o actividad económica. En la actualidad se asume que los objetivos de maximización del beneficio o del dividendo han sido sustituidos por el objetivo único y más general de creación de valor para el accionista y para los demás grupos de interés, única garantía de sostenibilidad para la empresa*”

Decidir entre fusionar o adquirir una empresa es esencialmente una elección económica que implica invertir recursos con la expectativa de obtener ganancias en el futuro para recuperar la inversión inicial y obtener beneficios adicionales. No hay una fórmula infalible para garantizar el éxito de las fusiones y adquisiciones empresariales, pero las que logran triunfar suelen basarse en una estrategia orientada a crear valor y aprovechar sinergias. (Lluch, 2014)

Las empresas que centran sus esfuerzos en crear valor son más sanas, crean economías más fuertes, incrementan los estándares de vida de la población y crean más oportunidades para los individuos. Durante mucho tiempo ha existido un debate intenso sobre la relevancia del valor para los accionistas en comparación con otras medidas como el empleo, la responsabilidad social y el medio ambiente. Esta discusión suele centrarse en la dicotomía entre los intereses de los accionistas y los de otras partes involucradas o *stakeholder*. Al menos en términos de ideología y marcos legales, tanto Estados Unidos como el Reino Unido han dado mayor importancia a la noción de que los accionistas son los propietarios de la empresa, la junta directiva actúa en su representación y es elegida por ellos, y el objetivo primordial de la empresa es maximizar el valor para los accionistas. Sin embargo, en Europa continental se está apreciando un enfoque más dirigido a todos los demás *stakeholders*. (Koller et al., 2020)

No obstante, Koller et al. (2020) sostienen en su libro que perseguir la creación de valor para el accionista no necesariamente tiene que ir en contra de los intereses de los demás *stakeholders*. Es más, en uno de sus estudios llevados a cabo por *McKinsey*, encontraron que las compañías de Estados Unidos y Europa que más crearon valor para el accionista en los últimos 15 años han reportado mayores niveles de incremento de la empleabilidad, como se puede ver en la ilustración 3. Sumado a esto, en el mismo estudio también llegaron a la conclusión de que hay una fuerte correlación entre los retornos de los accionistas y la inversión en I+D (Investigación y desarrollo), dando lugar a mejores eficiencias y a una sociedad cada vez más avanzada, lo que verifica en parte lo expuesto en el principio del párrafo anterior. Además, hoy en día no es de extrañar que veamos como cada vez más se da una mayor importancia a la responsabilidad social y al medio ambiente, a través de los criterios ESG (*Environmental, Social and Governance*), los cuales en principio no tienen una correlación directa con la creación de valor para los accionistas, pero gracias a la creciente consciencia de la población se puede ver reflejados incrementos de valor en los mercados financieros cuando se ejercen de la forma correcta. Incluso podemos ver como ya hay estilos de inversión que solo invierten en proyectos con estas características, comúnmente llamada Inversión Socialmente Responsable (ISR), la cual lleva los valores representados por los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) de la ONU. (BBVA, 2024)

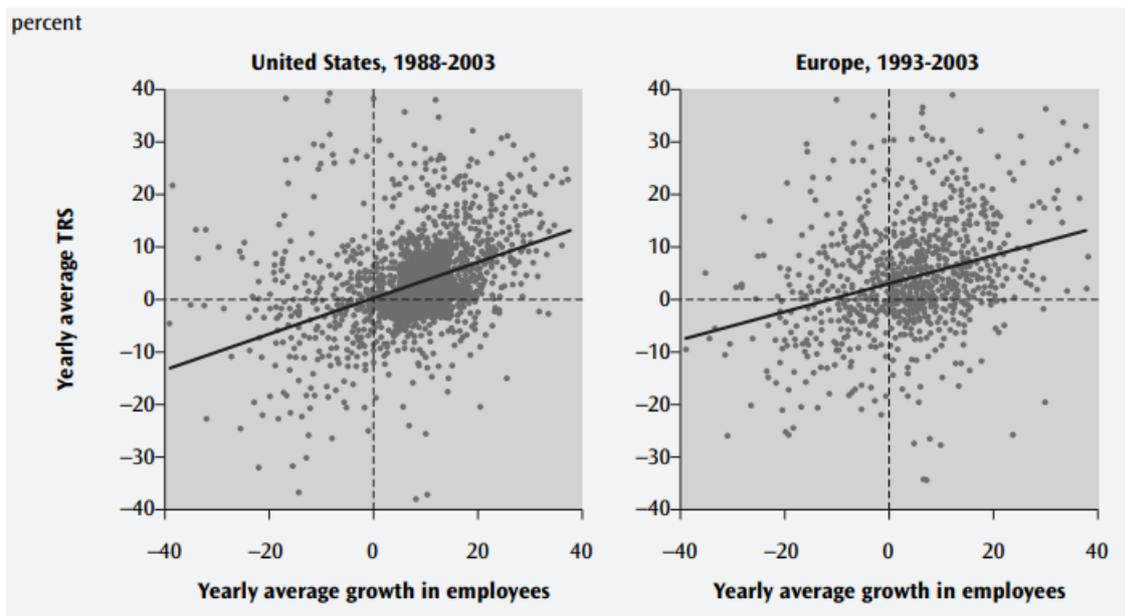


Ilustración 3. Correlación entre el retorno total de los accionistas y el crecimiento de empleo. Fuente: *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*

De forma simple, Koller et al. (2020) exponen que las compañías crean valor a cuando la tasa de retorno de la inversión excede su coste de capital, es decir, siempre y cuando el retorno de la inversión sea más alto que el coste económico de los recursos empleados para llevar a cabo la operación, se creará valor. *“Las empresas crean valor invirtiendo el capital recaudado de los inversores en generar flujos de caja a futuro a una tasa de rentabilidad mayor que el coste de capital. Cuanto más rápido aumenten sus ingresos las compañías y sean capaces de invertir más capital con tasas de rentabilidad atractivas, más valor estarán creando. La combinación de crecimiento y el retorno del capital invertido (ROIC) son realmente lo que crea valor”*

Los mercados financieros recompensan a las compañías que se centran en la creación de valor a largo plazo. A pesar de que parezca contraintuitivo, no siempre el mercado es tan eficiente como pensamos, por lo que hay ocasiones en las que el valor intrínseco de las compañías puede diferir del valor que le da el mercado. Es por ello por lo que los directivos no deben tomar siempre el mercado bursátil como indicador de buena praxis, sino que deben crear una unión tangible entre sus estrategias y la creación de valor, además de educar a sus inversores sobre cómo y cuándo la compañía creará valor.

En este punto, Koller et al. (2020) puntualizan la diferencia entre el mercado real donde se escogen diferentes estrategias y se hacen decisiones operacionales para maximizar el valor presente de los flujos de caja o el beneficio económico futuro, y el mercado financiero donde el retorno de los inversores se rige por los resultados en relación con sus expectativas. Si los resultados exceden las expectativas de los inversores, el precio de las acciones subirá, y si los resultados de la compañía son menores que las expectativas, el precio no crecerá o incluso disminuirá, habiendo aun así tenido buenos resultados. Es por ello por lo que es de vital importancia para los directivos maximizar el valor intrínseco de la compañía a la vez que gestionan las expectativas de los inversores.

III. Factores de creación de valor

Las palancas que se consideraban éxito o fracaso en las fusiones y adquisiciones generalmente se clasificaban entre dos etapas de operaciones, previas y posteriores a la adquisición. Sin embargo, el estudio de Gomes et al. (2013) ha rechazado esta clasificación tradicional argumentando que estos factores son transversales a las dos etapas. La capacidad de las empresas para gestionar la transición de la fase previa a la fase posterior del proceso de fusión y adquisición es crucial, a pesar de que los factores críticos de éxito pueden asignarse a fases específicas del proceso hay que tener en cuenta cómo se relacionan entre sí. El mundo de las F&A está tan conectado que necesitamos tener una visión más holística sobre el tema y ver como todos los factores se relacionan e influyen entre sí. Su estudio llega a la conclusión de que si tanto los factores de adaptación estratégicos (el potencial de sinergias) como los de adaptación organizativa (diferencias culturales) se conocen antes de la fusión, y luego se tienen en cuenta en la elección del enfoque de integración después de la fusión, los resultados tienden a ser mejores. A continuación, veremos los factores de creación de valor que exponen Gomes et al. (2013) y le añadiremos lo que otros autores han investigado sobre el tema.

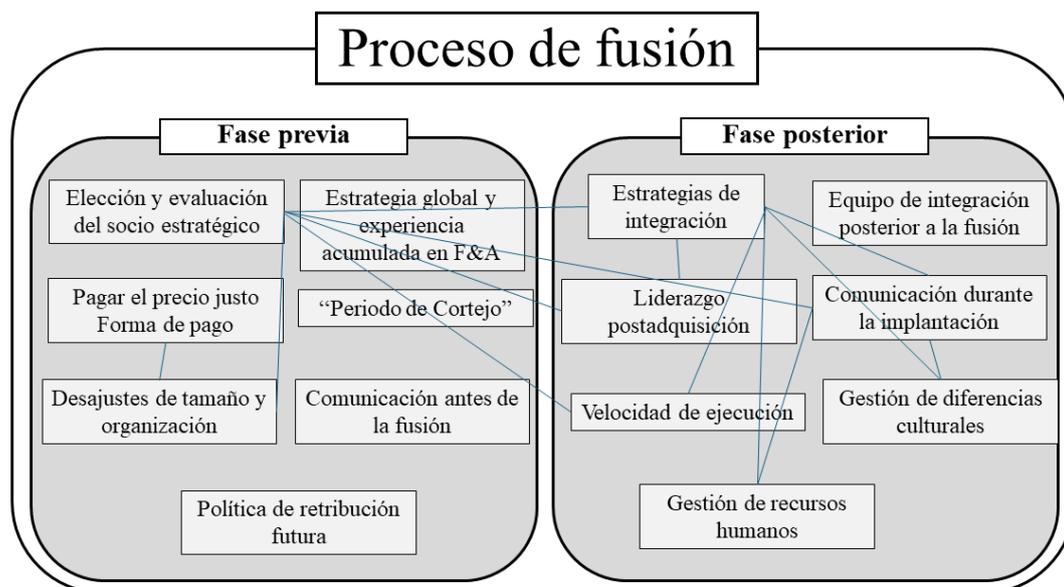


Ilustración 4. Factores clave de éxito y su interrelación pre y post fusión. Fuente: Elaboración propia a través de informe Critical Success Factors through the Mergers and Acquisitions Process: Revealing Pre- and Post-M&A Connections for Improved Performance

1. Factores de creación de valor pre-adquisición

1.1 Elección y evaluación del socio estratégico

Este es posiblemente el factor más determinante de todos y el que más influencia va a tener sobre los otros. Gomes et al. (2013) nos dice que *“una vez establecida la necesidad de una fusión y adquisición, el primer paso que debe dar la empresa adquirente es elegir un socio estratégico en función de sus puntos fuertes y débiles, las futuras necesidades de inversión, la calidad del equipo directivo de la empresa objetivo y los obstáculos a la ejecución, incluidas las diferencias culturales y las implicaciones en materia de recursos humanos, como la*

rotación de los altos directivos, todo ello llevado a través de un proceso de debida diligencia (Due diligence²)”

Un factor determinante en la elección de la empresa objetivo es la complementariedad de los recursos de la empresa adquiriente y adquirida, es decir, que sus recursos tengan una interacción positiva que dé lugar a sinergias en el futuro. La clave está en saber si los activos, recursos y estrategias de ambas compañías están alineadas y se refuerzan mutuamente o si se pueden configurar de tal manera que acaben creando valor. (Wang & Zajac, 2007)

Los compradores normalmente buscan compañías con una fuerte posición en su mercado y con altas barreras de entrada. Los factores a considerar a la hora de analizar si dos compañías pueden complementarse la una a la otra son los ratios de crecimiento, rentabilidad, productividad, capitalización de mercado, canales de distribución, línea de productos, cultura de la empresa y el capital humano. Un error común en esta etapa del proceso es centrarse demasiado en la adaptación estratégica (potencial de sinergias), dejando de lado la adaptación organizativa (diferencias culturales) para la etapa de post-adquisición, lo que puede desembocar en errores costosos. (Capital, 2024)

Sherman y Hart (2006) en su libro hacen una separación entre como debe ser la preparación desde el punto de vista de la empresa compradora y de la empresa objetivo, ya que una buena preparación de ambas acaba generando mejores resultados.

Desde el punto de vista de la empresa objetivo, una buena preparación de la transacción normalmente está directamente correlacionada con el precio que finalmente se paga por el negocio, por lo que la preparación es clave. Los pasos a seguir para conseguir esto de la mejor forma posible son los siguientes:

- ✓ Seleccionar un equipo que entienda las motivaciones de la empresa adquirida y propósito, así como los objetivos financieros y estructurales. Para ello como mínimo el equipo debe comprender de un banquero de inversiones/asesor financiero, un contable público certificado y un asesor jurídico.
- ✓ Crear un plan de acción.
- ✓ Entender las dinámicas del mercado y el rango potencial de precios para el negocio a través de una correcta evaluación.
- ✓ Determinar quiénes son las empresas compradoras más lógicas y por qué la empresa en venta sería atractiva para cada uno de ellos.
- ✓ Identificar los posibles obstáculos jurídicos y financieros para el éxito de una transacción.

Por otro lado, desde el punto de vista de la empresa compradora podemos distinguir otra serie de pasos que elaborados de la manera correcta puede dar lugar a mejores resultados:

- ✓ Identificar de forma clara los objetivos que se quiere alcanzar con la operación, los cuales ya vimos en el epígrafe II cuales suelen ser.

² “Hace referencia a una investigación formal o análisis exhaustivo a la que deben someterse las empresas antes de completar una operación de M&A. Esta auditoría permite a los posibles inversores y compradores obtener una radiografía completa del estado en el que se encuentra la empresa para identificar posibles riesgos o desajustes que pueda haber en sus cuentas.” (BBVA, 2023)

- ✓ Analizar las ganancias económicas y financieras previstas con la adquisición.
- ✓ Reunir un equipo de adquisiciones en la que se encuentren directivos, abogados, contables y banqueros de inversión, y comenzar la búsqueda de los posibles candidatos para la adquisición.
- ✓ Realizar una *due diligence* de los principales candidatos.
- ✓ Llevar a cabo las negociaciones iniciales y la valoración del objetivo seleccionado.

1.2 Pagar el precio justo y la forma de pago

En adquisiciones amistosas, los accionistas de las empresas adquiridas suelen recibir un incremento promedio del 25% del precio real de la compañía, mientras que en las adquisiciones hostiles, este aumento suele ser en torno al 35%. Esta bonificación, conocida como prima, representa la cantidad adicional que la empresa compradora ofrece por encima del valor justo, con el fin de persuadir a los accionistas de la empresa objetivo a aceptar la transacción y evitar competidores. Por lo tanto, esta prima proporciona un beneficio significativo para los accionistas de la empresa objetivo. Sin embargo, en promedio, los accionistas de las empresas compradoras no experimentan un retorno significativo en estas transacciones. Pagar demasiado por una compañía es el principal motivo por el que muchas transacciones no son exitosas y acaban destruyendo valor, ya que cuanto más alto es la prima, más difícil es conseguir un retorno adecuado. Debido a esto, es por lo que es tan importante el proceso de valoración o *due diligence*, tarea que se hace más difícil sobre todo en transacciones internacionales, ya que normalmente en estos casos suele haber mayor asimetría de información. (Gomes et al. 2013)

La prima normalmente es el precio pagado por la compañía objetivo que excede el valor de mercado de esta y que se justifica con el potencial de sinergias, es decir, el valor que supuestamente la transacción va a crear gracias a las sinergias, es el exceso de precio que se acaba pagando a la compañía adquirida. Es en el arte de predecir el valor que será creado donde radica la mayor dificultad del proceso, ya que una prima por encima del potencial de sinergias acabará destruyendo valor. Si esto ocurre, los únicos que acabarán recibiendo valor mediante la transacción, serán los accionistas de la empresa vendedora, gracias a la prima pagada. Es por ello por lo que las empresas compradoras que pagan una menor prima tienen más posibilidades de verse beneficiadas tras anunciarse la adquisición. (Sirower, 1998)

Como se vio en el epígrafe I, las operaciones de F&A pueden ser financiadas de distintas maneras, bien mediante capital propio, deuda, acciones de la empresa compradora o una combinación de las tres. De acuerdo con el estudio de Bruner (2005) nos dice que diferentes métodos de pagos desembocan en diferentes resultados. El método de pago es una señal sobre la visión que los directivos tienen sobre la compañía y su convicción sobre el éxito de la transacción, ya que normalmente la operación será pagada con capital propio si el comprador cree que sus acciones están infravaloradas o con acciones si cree que están sobrevaloradas. Es por ello por lo que normalmente el mercado suele reaccionar más positivamente cuando se pagan en efectivo que con acciones, además, que pase esto también significa que la empresa adquiriente es la que absorbe casi todo el riesgo y por lo tanto la que más interés tiene de que todo salga bien. Todo esto no es del todo certero ya que el comprador puede pagar con acciones cuando no tiene suficiente efectivo ni capacidad de endeudamiento, ya que piensa que es una

oportunidad que merece la pena y además puede que también se produzcan de esta manera para compartir riesgos y alinear los intereses de ambas empresas, situación que suele ocurrir en acuerdos amistosos y que acaban yendo bien. De forma contraria, las adquisiciones hostiles suelen desarrollarse mejor con pagos en efectivo por las razones vistas anteriormente.

1.3 Desajustes de tamaño y organización

El tamaño de las empresas juega un papel crucial en el éxito de las F&A, ya que la evidencia empírica nos dice que la compra de una firma relativamente muy pequeña con la empresa adquiriente tiende a tener resultados no óptimos, ya que estas pueden llegar a ser ignoradas post-adquisición al considerarse meras incorporaciones. Por otro lado, la compra de empresas demasiado grandes en relación con su compradora puede crear rencillas políticas tras la operación, ya que cada organización lucha por el dominio. Además, la rentabilidad de las adquisiciones tiende a disminuir con el tamaño de la compradora, ya que los grandes adquirentes tienden a pagar una prima mayor, mientras que los pequeños adquirentes tienden a participar adquisiciones más rentables. (Moeller et al. 2004)

1.4 Estrategia global y experiencia acumulada en F&A

Gomes et al. (2013) destaca en este punto la importancia de tener una estrategia global y una experiencia previa en operaciones de F&A, ya que numerosos estudios apuntan a que empresas con una estrategia consistente y un conocimiento previo sobre cómo llevarlas a cabo, son más propicias a tener éxito que aquellas que con menos experiencia o que simplemente reaccionan a la oportunidad. La mayoría de las compañías no tienen éxito por no tener una estrategia de crecimiento consistente en el tiempo y desaprovechar las oportunidades de aprender de una experiencia continua y acumulada de dichas operaciones. Principalmente en Estados Unidos y poco a poco en Europa, cada vez es más común ver que las compañías tienen un presupuesto específico para F&A mediante el cual se anima a los directivos a buscar posibles objetivos estratégicos. No obstante, hoy en día cada vez se está adquiriendo más aprendizaje indirecto, es decir, se puede adquirir mucho conocimiento gracias a operaciones llevadas a cabo por empresas parecidas en el sector, y no solo eso, si no que ahora la ayuda de consultores externos puede ayudar lograr resultados superiores a la media.

Un estudio realizado por (McKinsey & Company, 2021) nos afirma que “Dos décadas de investigación demuestran que, si bien las grandes operaciones siguen teniendo su lugar, las estrategias programáticas de fusiones y adquisiciones continúan generando beneficios superiores a la rentabilidad total para los accionistas, con menores niveles de riesgo.” Además, nos afirman que, dependiendo el número de operaciones, su tamaño y la industria en la que se encuentre, la creación de valor varía considerablemente. Para entender su estudio, primero vamos a definir cuáles son los términos usados a continuación:

- Estrategia orgánica: apenas lleva a cabo operaciones de F&A
- Grandes operaciones: son aquellas operaciones en las que la capitalización bursátil de la empresa adquirida supera o iguala en un 30% la capitalización bursátil de la empresa compradora.

- Estrategia selectiva: lleva a cabo un número pequeño de operaciones, pero adquiriendo una parte notable de capitalización bursátil.
- Estrategia táctica: llevan a cabo un gran número de operaciones, pero de un porcentaje bajo de capitalización bursátil.
- Estrategia programática: lleva a cabo muchas operaciones y adquiere un alto porcentaje de capitalización bursátil.

El estudio, como veremos en la siguiente tabla, nos revela que los mayores retornos acumulados para los accionistas en la mayoría de los casos se consiguen con una estrategia programática, es decir con un elevado número de operaciones y gran porcentaje de capitalización bursátil adquirido, mientras que la estrategia orgánica la clasifica como la menos rentable a nivel general.

Global 1,000 nonbanking companies, median excess total returns to shareholders (TRS),
Dec 1999–Dec 2010, %

■ Top strategies in industry

Top strategies	Industries							
	Consumer discretionary	Telecom	PMP ¹	High tech	CPG ¹ and retail	Materials	Manufacturing, other industrials	Insurance and related
Programmatic	4.2	4.5	3.1	-1.2	3.2	4.5	0.7	0.1
Selective	2.0	1.3	6.4	-2.6	2.5	-1.5	4.8	1.7
Tactical	0.4	0.7	N/A ²	1.2	2.6	-3.0	1.8	2.6
Large deals	-2.8	-0.9	2.0	-6.7	3.8	-0.3	3.5	4.0
Organic	-4.2	N/A ²	N/A ²	-2.0	1.4	N/A ²	-5.2	9.8

Ilustración 5. Retornos en función de número y tamaño de transacciones. Fuente: (McKinsey & Company, 2021)

1.5 Periodo de cortejo

El *periodo de cortejo* es el tiempo que emplean las empresas para conocerse entre ellas antes de decidir si fusionarse, tiempo especialmente importante que permite mejorar el conocimiento y entendimiento mutuo, reduciendo así el problema de la asimetría de información que encontraremos en este tipo de operaciones, lo que ayudará a construir confianza y seguridad a lo largo del proceso. El éxito de las negociaciones depende de la calidad y la precisión de la información, así como de intentar evitar futuros conflictos y tensiones. La falta de entendimiento puede desembocar en tensiones originadas por diferencias culturales, que pueden dar lugar a conflictos y malentendidos. “Sin periodo de cortejo, evaluar los recursos, competencias, culturas e intenciones de la otra parte puede resultar problemático y las negociaciones pueden ser difíciles. Esto puede dar lugar a graves dificultades matrimoniales tras la adquisición.” (Sebenius, 2002)

El término de asimetría de información alude a la diferencia de información existente entre empresa compradora y empresa objetivo, las cuales pueden ser particularmente mayores en transacciones internacionales. La asimetría de información es un factor determinante a la hora de estimar las sinergias que se crearan gracias a la operación, ya que la empresa objetivo

sabe más de su verdadero valor y por tanto puede hacer una mejor estimación sobre las sinergias, que luego pueden desembocar en una mayor prima pagada.

Por otro lado, un interesante artículo de Qiu y Zhou (2006) nos dice que las asimetrías de información también pueden jugar un papel positivo en las operaciones de F&A, ya que pueden generar incentivos para compañías que se encuentren operando en diferentes países. Generalmente, las empresas locales tienen una mayor cantidad de información y están mejor versadas en las normativas laborales, la cultura empresarial, estrategias publicitarias efectivas, redes de distribución, regulaciones, y las dinámicas entre consumidores, proveedores y competidores en comparación con las compañías extranjeras. Debido a esta ventaja en conocimiento local, una fusión con una empresa local se convierte en una de las únicas opciones para que una empresa internacional acceda directamente a este conocimiento específico del mercado. Es por todo esto que la disparidad en la información crea un incentivo a realizar operaciones de F&A entre empresas de diferentes países.

1.6 Comunicación antes de la fusión

Otro factor importante y que no se debe pasar por alto es una buena comunicación de todo el proceso con los diferentes *stakeholders* de la compañía. Una mala praxis de esta puede desembocar en incertidumbre y creación de rumores que pueden tener un efecto dañino al causar miedo y acciones disfuncionales, por lo que es importante ser transparente en todo momento y gestionar las expectativas de una forma adecuada. Incluso, una comunicación transparente con las diferentes partes interesadas puede identificar problemas potenciales antes de que se conviertan en obstáculos significativos, ya que ellos también tienen un interés en la preservación de valor y pueden ser de gran utilidad al ofrecer información clave sobre problemas culturales, operativos o incluso legales que deban ser abordados. No obstante, es importante no descuidar el tema de la confidencialidad, especialmente durante el planteamiento de la estrategia ya que algunas filtraciones o rumores pueden resultar dañinas a la imagen pública de ambas partes. (Pérez-Montero, 2021)

1.7 Política de retribución futura

La política de retribución futura de empleados y directivos clave es un punto de suma importancia, el cual va ligado con el anterior. Y es que los incentivos y estructuras de compensación si no están bien planteados pueden crear un desajuste entre las motivaciones personales de los empleados y los objetivos de la organización. Es por esto por lo que una estructura de compensación adecuada puede fomentar la alineación de los objetivos tanto individuales como los de la empresa. Ofrecer participaciones de la firma por adelantado a los directivos de la empresa objetivo, puede ser de gran ayuda para solventar este desajuste, además de ofrecerles sistemas de compensación cuidadosamente diseñados, como bonus adicionales basados en el rendimiento futuro de la empresa y consecución de objetivos realistas y alcanzables. Además, proponer ajustes salariales, si procede, para equiparar la remuneración a los niveles de la empresa o del sector hará que empleados clave se sientan más valorados y por tanto se alineen más con los objetivos de la organización. (Sherman & Hart, 2006)

Una estrategia que puede generar un alto valor añadido tanto al empleador como al empleado es la compensación diferida. La compensación diferida es una estrategia que proporciona numerosas ventajas ya que consiste en posponer en el tiempo, el pago de diferentes compensaciones con el objetivo de retener el talento y alinear propósitos, además de otras funciones. La compensación diferida tiene numerosas ventajas fiscales, ya que el empleado puede posponer el pago de impuestos de sus ingresos, hasta el momento en el que lo recibe, beneficiándose así, si por ejemplo espera estar en un tramo impositivo más bajo durante su jubilación. Por el lado del empleador, también puede disfrutar de beneficios fiscales deduciéndose la compensación diferida como gasto en el año en el que se gana, aunque se pague más tarde, lo cual ayuda a gestionar la base imponible en base a necesidades. Además de esto, ambas partes pueden invertir y hacer crecer esa compensación diferida en un vehículo que tenga beneficios fiscales y permitir así un mayor beneficio del interés compuesto a lo largo del tiempo.

Los pagos diferidos pueden ser incluso usados para la adquisición de la empresa, donde por ejemplo se puede acordar el pago de un porcentaje en el momento de la compra y otro pequeño porcentaje al cabo de los años, si se han cumplido ciertos hitos y objetivos, volviendo así a alinear los intereses de ambas empresas. (Mezrah Consulting, 2021)

2. Factores de creación de valor post-adquisición

Por lo general, se suele prestar más atención a los aspectos legales y financieros, pero los directivos a menudo pasan por alto la planificación y gestión de la nueva organización después de la operación. Error significativo, ya que como veremos es considerado por algunos el punto más crítico del proceso debido a que es donde se crea el valor. El término cierre puede inducir a error, ya que sugiere una sensación de finalidad, cuando en realidad el trabajo duro, sobre todo para el comprador, no ha hecho más que empezar

2.1 Estrategias de integración

La falta de integración es la mayor causa de fracaso en F&A ya que, sin un sistema adecuado y eficaz, el valor derivado de estas operaciones es meramente elusivo. Un desafío considerable en la etapa de integración tras una adquisición es el nivel de integración requerido para obtener sinergias, ya que puede resultar en la erosión de los activos fundamentados en el conocimiento de la empresa adquirida. Esto puede ocurrir a través de la rotación de personal, la modificación de las prácticas organizativas y la disolución de las relaciones arraigadas en la empresa adquirida. La importancia de adquirir y transferir recursos que están arraigados en conocimientos implícitos demanda un nivel significativo de integración para poder aprovechar plenamente los beneficios esperados de dichas adquisiciones.

Las fusiones y adquisiciones se realizan en contextos diferentes y por motivos distintos, por lo que las estrategias de integración deben reflejar estas diferencias. Es por esto por lo que, dentro de la literatura referente a este tema, el modelo de enfoques de integración de adquisiciones de Haspelagh y Jemison (1991) es uno de los más relevantes, ya que exponen cuatro estrategias con diferentes niveles de sinergia prevista y diferentes implicaciones para el rendimiento global e integración humana.

El modelo de Haspelagh y Jemison nos ofrece dos dimensiones para determinar el tipo de integración: El grado de interdependencia estratégica y el grado de autonomía organizacional.

1) Interdependencia estratégica

Cuando hablamos de interdependencia estratégica, nos referimos a el grado de interconexión que hay entre dos entidades con el objetivo de crear valor gracias a compartir recursos, transferir capacidades funcionales o de gestión, o en definitiva obtener sinergias. Proporciona un soporte para aprovechar capacidades complementarias, fomentar la innovación e impulsar el crecimiento sinérgico, lo que permite a cada entidad utilizar sus puntos fuertes y mantener sus ventajas competitivas.

2) Autonomía organizacional

Por otro lado, la autonomía organizativa se refiere a las razones por las que la empresa comprada o partes de esa empresa deberían ser autónomas, es decir, es una forma de asegurar que los beneficios adquiridos permanecen intactos y por lo tanto preservando los mismos aspectos que hicieron atractiva la adquisición en primer lugar. La autonomía organizacional ayuda a que la firma adquirida mantenga su método de operación y por tanto facilita el traspaso de competencias de gestión.

Ahora que ya están las dos dimensiones del modelo definidas, vamos a situar las cuatro estrategias a las que hacen referencia estos autores en los diferentes cuadrantes del modelo y a definir las una a una.

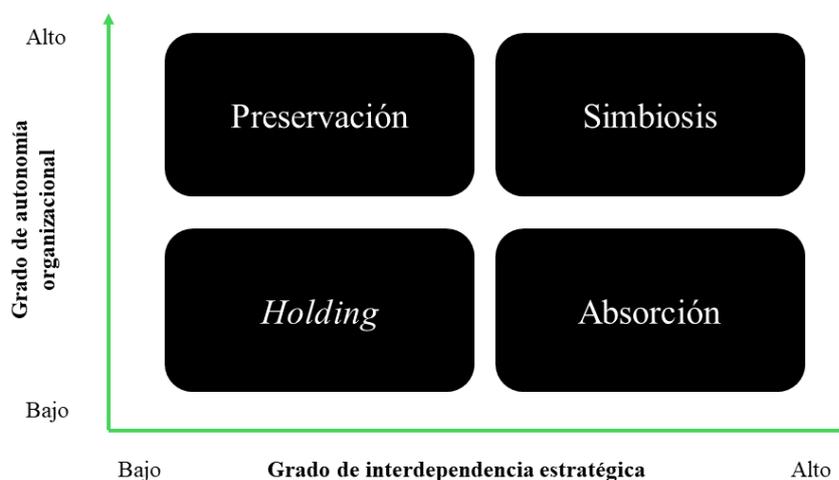


Ilustración 6. Modelo de enfoques de integración de adquisiciones. Fuente: (Haspelagh & Jemison, 1991)
Elaboración propia.

- a) **Preservación:** Esta estrategia se caracteriza por preservar la identidad, valores y autonomía de la empresa adquirida, manteniendo ambos negocios separados, pero compartiendo algunos recursos y procesos en beneficio mutuo. Preservación puede ser útil en los siguientes casos:

- Cuando la compañía adquirida tiene una cultura distinta y tiene procesos operacionales exitosos.
 - Hay pocas sinergias que se pueden lograr y se quiere diversificar ampliando mercados y productos.
 - Se quiere transferir recursos como capital, conocimiento, logística, *IT* o instalaciones de distribución.
- b) **Holdings:** En este caso no se mantiene la autonomía de la empresa adquirida y tampoco se integra sus operaciones o procesos, creando así un valor muy superficial gracias a compartir riesgos y alguna capacidad de gestión. Puede ser útil cuando:
- La empresa objetivo tiene un conjunto de activos específicos como patentes o tecnología que puede ser valiosa para la compañía compradora.
 - Se quiere permitir que la empresa adquirida opere independientemente mientras se beneficie de el soporte financiero y los recursos de la empresa compradora.
- c) **Simbiosis:** Este tipo de fusión requiere una integración estratégica entre compañías, donde se comparten recursos, procesos y conocimiento para mutuo beneficio, pero preserva un alto grado de autonomía. Este enfoque es útil cuando:
- Se quieren transferir las facultades de gestión desde la empresa compradora hasta la empresa adquirida con el objetivo de mejorarla.
 - Se puede crear un alto valor gracias a las sinergias, pero el contexto de la empresa requiere autonomía.
- d) **Absorción:** Esta estrategia implica que la empresa adquiriente absorba completamente la compañía objetivo, fusionando todos los aspectos de dicha empresa, procesos, operaciones, sistemas, todo ello en una sola compañía. Absorción puede ser beneficioso en los siguientes casos:
- Se espera obtener sinergias operacionales con compañías que operan en contextos empresariales similares.
 - Se quiere hacer una consolidación lo más rápido posible.

2.2 Liderazgo postadquisición

Los líderes deben actuar de forma proactiva para gestionar el proceso de cambio, estableciendo objetivos claros y alineados con la estrategia de la empresa, respondiendo así a las necesidades de todos los participantes. Si el liderazgo es percibido con falta de decisión para establecer una dirección clara para la empresa y gestionar el cambio necesario durante el proceso, ambas culturas se erosionarán rápidamente. Es por esto por lo que es crucial para las compañías crear un equipo directivo capaz de identificar y aplicar el cambio necesario.

Los cambios más significativos que generalmente ocurren durante la realización de una adquisición incluyen el cierre de unidades de negocio que se vuelven redundantes o carecen de ciertas funciones, la fusión de unidades y la formación de nuevas conexiones entre unidades que anteriormente no necesitaban interactuar entre sí, por lo que una buena alineación organizacional y cultural es crucial.

Un estudio realizado por Angwin y Meadows (2009) relaciona el estudio del punto anterior de (Haspelagh & Jemison, 1991), destacando que hay dos tipos de líder dependiendo de donde vengan y uno es más beneficioso que otro dependiendo la estrategia de integración. En su estudio, Angwin y Meadows diferencian dos tipos de líder, el primero es al que llaman *Outsider*, el cual es un líder designado desde fuera del grupo para catalizar la fusión e introducir cambios significativos en la empresa adquirida. El segundo, por el contrario, es designado internamente desde dentro de la empresa objetivo para motivar a los altos directivos en funciones, al cual lo denominan *Insider*. Tras una investigación empírica, llegan a la conclusión de que un líder *Outsider* funciona mejor para estrategias de integración de absorción y simbiosis. Por el contrario, se ha visto mejores resultados de líderes *Insiders* en estrategias de *holding* y absorción.

2.3 Velocidad de ejecución

A pesar de la dificultad de encontrar evidencia empírica que apoye la eficacia de diferentes velocidades de ejecución, todos los autores confluyen en una opinión similar, y es que la rapidez con la que se integre una operación de F&A es de alta importancia.

Por un lado, los autores que apoyan la máxima rapidez posible sostienen sus argumentos en que el proceso de integración tiene que ser rápido y consistente, ya que de esta manera se genera energía, dirección y acción por el cambio. “*Los costes de perder la inercia de una empresa son mucho mayores que los costes asociados a los errores cometidos por decisiones rápidas*” (Light, 2001). Sostienen que los primeros signos de éxitos obtenidos en las primeras etapas de la integración sirven como motivación para empleados, inversores y otras partes interesadas, oportunidades que se deben aprovechar. Proceder de forma lenta puede causar incertidumbre y malestar, desembocando esto en rumores que pueden perjudicar el proceso, además de dar pie a que otros competidores puedan reaccionar a la nueva organización. (Angwin D. , 2004)

Por otro lado, hay autores que defienden que no hay una velocidad que sea la más adecuada, sino que depende de en qué momento te encuentres y del contexto, una velocidad lenta puede ser más apropiada. Integraciones lentas pueden ayudar a crear más confianza entre los empleados y a reducir los posibles conflictos entre las partes involucradas en el proceso gracias a la correcta alineación y adaptación de ambas culturas. Además de esto, una integración gradual puede reducir posibles riesgos latentes que de una forma más rápida no se identificarían. La velocidad es relativa y se debería de orientar desde un enfoque selectivo, ya que no todos los aspectos de la integración requieren de la misma urgencia. (Jonk & Ungerath, 2006)

La baja tasa de éxito en fusiones y adquisiciones a nivel mundial se debe, en parte, al período de tiempo en el que se evalúan los resultados. Normalmente, esta evaluación se limita a un corto plazo, generalmente dos años, lo cual puede no ser suficiente para que los empleados y directivos de las empresas involucradas se adapten a los cambios posteriores a la adquisición.

Por lo tanto, se sugiere considerar un período de al menos 7 años para evaluar los resultados. Cuanto más largo sea este período, más tiempo tendrá el mercado para corregir cualquier error inicial en la evaluación del adquirente y también se introducirá más ruido en las estimaciones. (Yurtoglu & Mueller, 2007)

2.4 Equipo de integración posterior a la fusión

Los procesos de F&A son tan complejos que los directivos pueden caer en la situación en la que se le presta tanta atención a los posibles problemas que puedan surgir en la transición, que a veces se descuidan los problemas del día a día de la empresa, dejando de lado la innovación y el crecimiento interno de la misma. Es por esto, que incluso algunas empresas prefieren el crecimiento orgánico a una adquisición, ya que consume mucha atención de los directivos. No obstante, las empresas que tienen éxito suelen crear un equipo de coordinación post-adquisición que gestione todo el proceso, y cuanto antes lo hagan, mayores serán las posibilidades de crear sinergias. (Gomes et al. 2013)

Según Patel (2024), la implementación de un equipo de integración ha logrado acortar procesos que antes duraban de entre 3 a 4 años, a procesos de alrededor de 18 a 24 meses. El papel de este equipo es combinar ambas culturas corporativas en una sola, crear un plan general de integración que incluya los proyectos por hacer y establecer los procedimientos sobre como comunicarse con los diferentes *stakeholders*, además de establecer objetivos y puntos de control medibles que sirvan para identificar y modificar posibles procesos erráticos. Es importante que este equipo tenga la autonomía suficiente para hacer los cambios que crea pertinentes y que tenga al menos un miembro en cada área funcional que facilite la información requerida por el equipo. Este mismo autor sugiere que un buen equipo debe estar formado por una persona que lo lidere, que puede ser un consultor externo que ya tenga experiencia en previas transacciones exitosa, un especialista en la industria, sobre todo si se trata de unir dos empresas de diferentes sectores, un asesor jurídico y un representante por cada área funcional que ayuden a tener toda la empresa alineada.

Una encuesta realizada por Jabian (2021) a ejecutivos que han participado en el proceso de alguna operación de F&A, nos dice que la cultura es el factor más importante a considerar por un equipo de integración, como se puede ver en la siguiente imagen de los resultados obtenidos. Seguido de esto, la integración de las operaciones es el segundo factor más importante que no se debe descuidar y que por tanto un equipo especializado para hacerlo de la mejor forma posible puede ser de gran ayuda.

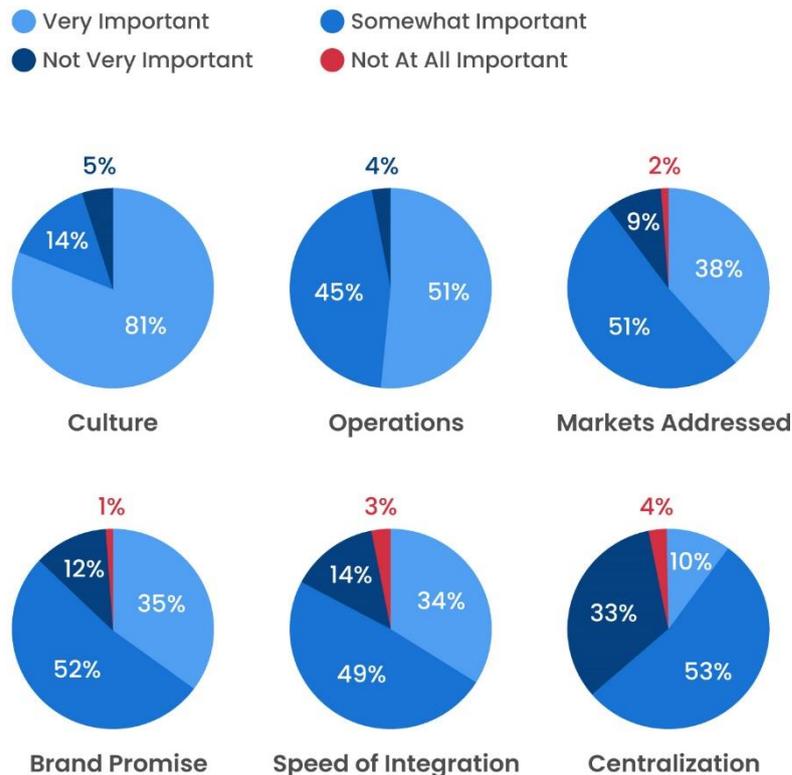


Ilustración 7. Relevancia de los diferentes factores de integración. Fuente: Jabian Consulting

2.5 Comunicación durante la implantación

Como vimos en los factores clave pre-adquisición, la comunicación era uno de ellos, no obstante, una vez avanzado el proceso, nos volvemos a encontrar con ella como punto importante tras la adquisición. Y es que la comunicación es un punto vital donde las compañías deben de enfocar su atención a la hora de paliar la inevitable incertidumbre que las diferentes partes interesadas de la empresa tendrán después de la adquisición. Para esto, usar todos los tipos de canales posibles para estabilizar la fuerza de trabajo cuanto antes es de suma importancia, a la vez de que se cumpla todo lo que los directivos dicen que van a hacer, es decir que todo lo que predicamos, se materialice en acciones. La calidad de esta comunicación también será relevante, así como el método que se utilice y el *timing*, sobre todo cuando se trata de transacciones internacionales, donde las diferencias culturales agravan la situación. A pesar de esto, Gomes et al. (2013) nos dice que *“debe evitarse el exceso de comunicación, ya que los directivos necesitan mantener cierta ambigüedad y vaguedad para dotarse de cierta flexibilidad y margen de maniobra para hacer frente a circunstancias y acontecimientos cambiantes e inesperados.”*

“Los esfuerzos de comunicación interna no terminan tras la entrada en vigor de la fusión. Por el contrario, a partir del «día D», el plan de comunicación interna debe apuntar a integrar los equipos y crear sentido de unidad, orgullo y pertenencia a la organización, aportando una visión de futuro que ilusione, trabajando la consolidación de la comprensión

de los objetivos de negocio, la interiorización progresiva del cambio, el refuerzo de los comportamientos deseados y el alineamiento cultural.” (Aguado & Granda, 2019)

2.6 Gestión de diferencias culturales

La compatibilidad cultural en F&A es el segundo factor junto la compatibilidad estratégica que se debe tener en cuenta a la hora de planificar una transacción de este tipo, y es que, a diferencia de la compatibilidad estratégica, este no es tan obvio. Es por esto por lo que cada vez se le está dando más importancia la fusión de culturas, ya que descuidos en este aspecto pueden causar momentos incómodos donde las entidades son incapaces de llegar a acuerdos y tomar decisiones importantes, erosionando así los ánimos de los empleados y la confianza del cliente. Cuando dos compañías se unen, el reto principal es retener las fortalezas culturales de ambas, siempre y cuando esto sea lo que se busque, ya que como vimos en las estrategias de integración, el grado de integración cultural, también dependerá de la estrategia buscada. (Miller, 2009)

Muchos de los problemas asociados a las fusiones y adquisiciones tienen su origen en la falta de sensibilidad hacia las culturas de las entidades que se combinan. Por esto, es esencial incorporar las diferencias culturales como factor a la hora de hacer el *due diligence*, ya que una mala integración de esta hará bajar la productividad, lo que se traduce en menores ingresos y beneficios, y por lo tanto en un menor valor de lo esperado. Una vez se ha llegado a un acuerdo con un objetivo en común, la verdadera integración puede empezar, ya que esto establece las bases en las que ambas empresas trabajaran. Este debe ser comunicado a todos los niveles y a partir de aquí los niveles funcionales podrán trabajar en nuevos procedimientos para alcanzar la meta conjunta. (Sherman & Hart, 2006)

Según McKinsey & Company (2019) las cinco acciones de éxito que los líderes al frente de una fusión deben seguir para establecer una clara y estructurada cultura son las siguientes:

- 1) “Crear una base de datos y un lenguaje común: Trabajar para conocer mejor las culturas existentes y reconocer las diferencias. Comprender las similitudes, las diferencias que podrían causar fricciones y las oportunidades conjuntas.”
- 2) “Establecer la dirección cultural desde el principio y utilizarla para apoyar los objetivos de la operación: Centrarse en los elementos culturales que aportan valor económico a la operación y adaptar el enfoque de integración para apoyarlos.”
- 3) “Alinear al equipo directivo en torno a la dirección cultural prevista: La alineación del liderazgo y el modelo de conducta son fundamentales para el éxito. El equipo directivo debe ser responsable de marcar el camino.”
- 4) “Ofrecer un programa claro y coherente entrelazado con las actividades normales de integración: Un verdadero cambio de comportamiento requiere una intervención tanto racional como emocional en todo el sistema. No considerar el programa cultural como un *trabajo de viernes por la tarde* de RR.HH., sino que debe integrarse en todas las iniciativas de integración. Implantar la cultura deseada en el modelo operativo de la nueva empresa.”

- 5) “Medir la integración cultural durante y después de la integración: Realizar un seguimiento de los indicadores de retención, productividad y satisfacción de los empleados. Utilizar las métricas para supervisar los progresos.”

2.7 Gestión de los recursos humanos

Las F&A implican no solo la integración de activos y operaciones, sino también la integración de culturas corporativas, equipos y talentos, lo que puede determinar el éxito o el fracaso de la transacción. Como hemos visto en el punto anterior, la cultura corporativa es uno de los activos intangibles más importantes de una empresa y las diferencias culturales entre las empresas pueden causar fricciones y reducir la moral de los empleados, por lo que una gestión efectiva de RRHH puede ayudar a identificar y mitigar estas diferencias. Además, los RRHH juegan un papel crucial en la comunicación y el desarrollo de estrategias de retención, ofreciendo claridad y seguridad a los empleados valiosos para que permanezcan en la empresa, donde entra en juego la importancia de la comunicación efectiva que ya vimos anteriormente. (Schuler & Jackson, 2001)

La buena gestión de los recursos humanos durante las F&A puede aportar la motivación y el compromiso suficiente en los empleados como para crear las capacidades de integración necesarias para transmitir conocimientos y recursos entre empresas. Esta puede favorecer el aprovechamiento de las posibles sinergias que pueden surgir al compartir recursos y competencias. La estrategia de los recursos humanos debe estar enfocada a establecer ciertas políticas que favorezcan la creación de activos intangibles en forma de habilidades y conocimientos, además de formar a los empleados para que sepan lidiar de la mejor manera posible con los conflictos y nuevos retos que puedan surgir durante la integración. Por lo que la integración de sistemas de evaluación del desempeño y estructuras de compensación es otro aspecto clave. Los RRHH deben asegurar que estas prácticas sean justas y motivadoras para los empleados, lo que puede mejorar la productividad y la satisfacción laboral. (Gomes et al. 2013)

El coste de los empleados es también una de las categorías de costes más importantes que tiene una empresa debido a su impacto significativo en la viabilidad financiera, la integración cultural, y la retención del talento, todos ellos elementos clave para el éxito de la transacción. Es importante que la *due diligence* se realice cuidadosamente para detectar cualquier coste oculto y riesgo de la transacción. Una revisión pormenorizada de las estructuras organizativas, las políticas de RRHH, los planes de retribución y prestaciones, junto con la revisión de los contratos de los principales puestos directivos, respaldará tanto las decisiones del acuerdo de compra como la futura estrategia de integración. (Schoenberg & Cartwright, 2006)

IV. La destrucción de valor

Numerosos estudios señalan que las fusiones y adquisiciones de empresas lejos de crear valor, la mayoría acaban destruyéndolo. Más concretamente, un reporte de McKinsey & Company (2010) afirma que la tasa de las operaciones que fallan oscila entorno al 70 por ciento. Esto nos dice que un número demasiado alto de operaciones no acaban consiguiendo el objetivo que se proponen, y es que como hemos visto anteriormente, este tipo de operaciones pueden resultar muy complejas y entrañan muchos puntos a tener en cuenta. El éxito de las F&A no se rige por una ciencia exacta en la que el mismo plan sirve para todos, si no que podemos definirlo más como un arte, en el que hay que encontrar el equilibrio de todos los factores involucrados para que el resultado final sea exitoso. A pesar de esto, hay ciertos puntos como los que hemos visto en el epígrafe anterior, los cuales, si se cuidan, aumentarán considerablemente las probabilidades de éxito. Por el contrario, si no se les presta atención, lo mismo aplica a la inversa, la operación acabará destruyendo valor con casi la mayor certeza.

Este tipo de operaciones debido a su complejidad pueden destruir valor por diversos factores, pero la mayoría de los estudios están de acuerdo en que el principal motivo deriva de la prima pagada por la empresa compradora a la empresa objetivo. Esta prima, como vimos en el epígrafe 1.2 de este capítulo, es el precio pagado de más que paga la empresa adquiriente por encima del valor justo, el cual puede oscilar entre el 20% y el 40%, dependiendo del tipo de operación. Es por esto por lo que muchas veces solo se consigue beneficiar a los accionistas de la empresa adquirida, pero no a los de la empresa compradora. Este punto es muy importante, ya que a veces si el precio pagado es muy elevado, aunque las sinergias esperadas se materialicen, puede que no consigan contrarrestar el efecto del excesivo precio pagado. Estos precios desmesurados pueden venir de diferentes fuentes, entre ellas, una valoración errónea de la compañía proveniente de simplemente un error de cálculo o de un conflicto de intereses entre los agentes implicados, ya que muchas veces estas valoraciones las hacen bancos de inversión, los cuales cobran una comisión sobre el total del valor de la transacción. Otros detonantes pueden ser la sobreestimación de las sinergias que se crearán después de la operación y que finalmente no se materializan por diversos factores, o simplemente un precio demasiado alto para persuadir a los accionistas de la empresa objetivo. (Fernandes, 2020)

Los problemas de integración cultural, como vimos anteriormente, también se considera un factor al cual no se le suele prestar mucha atención en primera estancia, pero que resulta crucial para que las operaciones no desemboquen en una pérdida de valor. Las compañías que comunican constantemente de forma ágil y abierta durante las transacciones ayudan a reducir la incertidumbre de los clientes, empleados y proveedores, incluso deben de poder responder preguntas antes de estas surjan. La falta de una definición clara de los objetivos perseguidos por con la operación, también puede acarrear un resultado trágico, ya que para generar valor esto es primordial para tener una estrategia que seguir acorde con los objetivos planteados, que obviamente tienen que ser realistas.

1. Psicología en operaciones de F&A

Una de las razones ocultas y que poco se habla ella, por las que muchas operaciones de F&A acaban fallando es el deseo y la codicia de algunos CEOs de crear imperios que alimenten su ego. Si asumimos que los directores ejecutivos actúan siempre de forma racional, como lo han hecho la mayoría de los teóricos hasta ahora, es difícil explicar por qué se han llevado a cabo tantas fusiones y adquisiciones. Muchas veces esta codicia viene simplemente del

inherente deseo del ser humano de tener más poder, ya sea por el reconocimiento que las demás personas puedan darte o el placer personal de conseguir nuevos objetivos. El ego usado de forma correcta puede ayudar a crear confianza en uno mismo y a dar forma nuestra identidad, pero cuando no es usado de la forma correcta, nos hace vulnerables, no nos deja escuchar, nubla nuestro juicio y hace que ignoremos los datos a nuestro alcance pensando que ellos esta vez no te aplicaran. Los CEOs de algunas compañías se ven corrompidos por el deseo de verse al frente de corporaciones cada vez más grandes y con lo que ello conlleva, como mayores sueldos y fama.

Como cualquier ser humano, los directores ejecutivos son muchas veces víctimas de los **sesgos cognitivos**, es decir, de los efectos psicológicos que producen cierta desviación en el procesamiento mental, llevando a los individuos a tener interpretaciones ilógicas e irracionales. Dentro de los numerosos sesgos cognitivos existentes, podemos destacar unos pocos que tienen un impacto relevante en este tipo de operaciones, llevando a sus directivos a actuar de forma irracional:

- **Sesgo de confirmación:** se refiere a la tendencia de buscar, interpretar y recordar solo la información que confirma nuestras creencias, ignorando así la que nos contradice.
- **Sesgo de exceso de confianza:** los individuos tienden a sobrevalorar sus habilidades y conocimientos en un área particular, pensando que esta vez ellos batirán las probabilidades.
- **Sesgo de ilusión de control:** sesgo que va de la mano del anterior en el que el ser humano piensa que todo está bajo control y que incluso tienen la capacidad de cambiar ciertas situaciones.
- **Aversión a la pérdida:** este sesgo nos dice que el placer de una ganancia es menos que el dolor que una pérdida nos puede infligir. Es por esto por lo que muchas personas prefieren una ganancia instantánea, antes que la oportunidad de conseguir un mayor valor en el futuro, sesgo el cual es culpable de muchas decisiones no optimas. (Moeller S. , 2020)

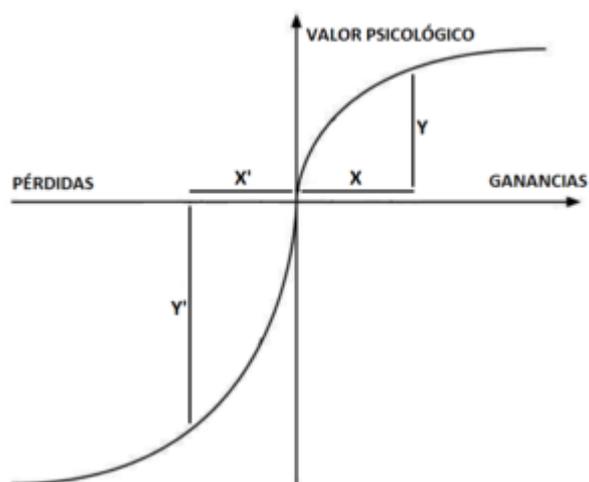


Ilustración 8. Sesgo de aversión a la pérdida. Fuente: Wikipedia

V. La medición de valor

Una vez analizados los factores de creación y destrucción de valor, es de vital importancia saber cómo medir ese valor creado durante todo el proceso, es decir, tanto antes de realizar la transacción para ver si es viable y merece la pena su ejecución, como durante y después para medir si se está trabajando en la dirección correcta y comprobar que se estén cumpliendo los objetivos. La medición del valor generado a través de operaciones de F&A es una ciencia muy inexacta, ya que no hay una forma correcta o más precisa que el resto de cuantificar el valor. Debido a la gran variedad de factores influyentes y estimaciones que se tienen que hacer, hacen de este proceso algo complejo, no obstante, es aquí donde la habilidad de cada uno para escoger estos, entra en juego. La buena noticia, como en todo lo relacionado con las F&A, es que, a pesar de ser una ciencia inexacta, con un buen entendimiento del proceso y unos conocimientos fundamentales, las probabilidades de éxito aumentan considerablemente.

De forma simple podemos definir que el valor o beneficio económico generado de una fusión entre empresas viene dado por la diferencia entre el valor de la nueva empresa fusionada y la suma del valor de ambas empresas por separado, es decir:

$$\text{Beneficio}^3 = VE_{AB} - (VE_A + VE_B) = \Delta VE_{AB}$$

O lo que es lo mismo, los accionistas de la empresa adquiriente percibirán el valor proveniente de la suma del valor intrínseco de la compañía adquirida y el valor presente de cualquier potencial de mejora futura que pueda experimentar, a todo esto, habrá que restarle el precio pagado, que tendrá en cuenta el valor de mercado de la compañía más el valor de la prima pagada.

$$\text{Valor creado} = (VE_B + PM) - (VM_B + P)$$

Así mismo podemos definir que el coste de la fusión o la prima pagada viene dado por la diferencia entre el precio pagado y el valor de mercado de la compañía comprada, es decir:

$$\text{Prima} = \text{Pago realizado} - VM_B$$

Para evaluar la viabilidad del proyecto es necesario comparar el valor presente de la operación con el costo inicial de la inversión, por lo que para ello podemos utilizar un simple VAN⁴, y si el resultado resulta positivo, nos indicará que la operación es viable.

$$\text{VAN} = \text{Beneficio} - \text{Prima} = VE_{AB} - (VE_A + VE_B + \text{Prima})$$

³ También llamado sinergias.

⁴ Valor Actual Neto: determina si el precio actual de un activo está justificado por sus flujos de efectivo futuros.

1. Valor económico agregado

A la hora de medir el valor creado en una operación de F&A, el valor económico agregado o EVA⁵ es una de las herramientas más usadas para medir la rentabilidad de un proyecto a la hora de invertir. El EVA se basa en la premisa de que una compañía generará valor para sus accionistas siempre y cuando las ganancias superen el costo de los recursos empleados para generar esas ganancias. Es decir, mide el excedente de ganancias que una organización genera después de restar todos los costos de capital empleados para la operación. Por su naturaleza, este método es de mayor utilidad en empresas con grandes activos, estables y maduras, que para empresas con altos activos intangibles. (Vipond, 2024)

Para su cálculo se ha de tener en cuenta el beneficio operativo de la empresa, al igual que el coste de oportunidad del capital empleado en la operación. Un resultado positivo nos indicará que se está generando más ingresos que el importe mínimo de retorno que requieren los inversores, y por lo tanto estará creando valor. Su fórmula es la siguiente:

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - (\text{Capital Invertido} * K_O)$$

Donde:

- NOPAT⁶ son los beneficios netos operativos después de impuestos, calculándose estos, restando los impuestos del beneficio antes de intereses e impuestos o EBIT⁷, quedándose: $\text{NOPAT} = \text{EBIT} * (1 - T)$
- Capital Invertido es la cantidad de dinero usado para llevar a cabo la operación.
- K_O es el coste de capital de una empresa, el cual tiene en cuenta cada fuente financiera en la estructura de capital de una empresa. También se puede definir como la rentabilidad mínima que el inversor desea percibir para considerar la operación atractiva. Es comúnmente calculado a través del WACC⁸.

Para proseguir, vamos a introducir el concepto de ROIC o retorno sobre el capital invertido, el cual es el rendimiento que la empresa obtiene por cada euro invertido, es decir, es una herramienta que nos mide como de eficientes son las compañías para generar sus ingresos, el cual puede ser calculado dividiendo el beneficio neto operativo entre el capital invertido, es decir:

$$\text{ROIC} = \text{NOPAT} / \text{Capital Invertido}$$

⁵ *Economic Value Added*

⁶ *Net Operating Profit After Taxes*

⁷ *Earnings Before Interest and Taxes*

⁸ *Weighted Average Cost of Capital*

Según Koller et al. (2020) “*las empresas crean valor invirtiendo capital a tasas de retorno superiores a su coste de capital. Cuanto más capital puedan invertir con tasas de rendimiento atractivas, más valor crearán, y mientras los rendimientos del capital superen el coste de ese capital, un crecimiento más rápido creará más valor.*” A su vez, estos mismos autores en su libro nos exponen un ejemplo sencillo, pero interesante donde un negocio con un ROIC medio del 18% lo comparan con el mismo negocio, pero sin una de las tiendas, la cual tiene un ROIC más bajo que le hace bajar su media. De esta manera consigue aumentar la media a un 19%, donde a priori parece que creará más valor. Los autores nos dicen que para hacer este análisis habría que comparar el retorno del capital invertido con lo que podrías ganar si invirtieras el capital en otro sitio, donde para este ejemplo se ha estimado un 10%.

	ROIC (percent)	WACC ¹ (percent)	Spread (percent)	Invested capital (\$ thousand)	Economic profit (\$ thousand)
Entire company	18	10	8	10,000	800
Without low return store	19	10	9	8,000	720

Ilustración 9. Ejemplo beneficio económico Fuente: (Koller et al. 2020)

Como podemos ver en la imagen anterior, a pesar de tener un ROIC superior en la segunda opción, cuando lo comparas con el capital invertido, nos sale un beneficio económico inferior, por lo que mantener el negocio con la tienda será más beneficioso. El objetivo es maximizar el beneficio económico en el largo plazo antes que el retorno del capital invertido.

2. Conexión entre ROIC y Crecimiento.

Para proseguir es necesario entender la conexión existente entre los flujos de caja de una compañía, su ROIC y el crecimiento, ya que aumentando o disminuyendo cada uno de ellos puede dar lugar a unos resultados u otros en cuanto a la generación de valor, por lo que saber medirlos y analizar cómo se relacionan nos da una buena imagen del desempeño de la compañía y su valor creado.

En primer lugar, dos compañías con la misma cantidad de ingresos pueden parecer a priori que están creando el mismo valor, pero lejos de la realidad, al observar cómo cada compañía genera su crecimiento a través de la cantidad de capital invertido, podemos analizar qué compañía está utilizando mejor sus recursos al invertir menor capital y obtener los mismos ingresos o más. De forma simple, si restamos los ingresos menos el capital invertido tenemos el flujo de caja generado, el cual es el capital que la empresa tiene disponible después de sus operaciones para seguir su funcionamiento habitual y financiar su crecimiento. El crecimiento de los ingresos junto con el ROIC, que es lo que establece la eficiencia para conseguir esos ingresos, en definitiva, lo que determina cómo se transforman esos ingresos en flujo de caja. (CyMinver, 2022)

“Una empresa que obtenga mayores beneficios por dólar invertido valdrá más que otra que no pueda generar el mismo nivel de rentabilidad. Del mismo modo, una empresa de crecimiento más rápido valdrá más que otra de crecimiento más lento si ambas obtienen el mismo rendimiento del capital invertido (y este rendimiento es lo suficientemente alto como para satisfacer a los inversores).” (Koller et al. 2020)

La relación entre el crecimiento, el ROIC y los flujos de caja viene dada por la siguiente fórmula matemática que nos ayudará a entender su conexión.

$$\text{Crecimiento del beneficio operativo} = \text{ROIC} * \text{Tasa de reinversión en el negocio}$$

De esta forma y a través de un ejemplo podemos comprobar cómo para conseguir un crecimiento del 5% a través de un ROIC del 10%, necesitaríamos reinvertir un 50% del flujo de caja, sin embargo, manteniendo todo constante, a través de un ROIC del 20% solo necesitaríamos reinvertir un 25% del flujo de caja para obtener el mismo crecimiento, por lo que esta segunda empresa estará generando más valor. Esto nos lleva a la conclusión de que a pesar de que dos compañías estén generando los mismos ingresos y tengan el mismo porcentaje de crecimiento sobre estos, no tienen por qué estar generando el mismo valor, ya que esto dependerá del capital invertido necesario para ello.

Para entender aún más la relación entre estos factores, Koller et al. (2020) nos presenta un caso en el que se puede ver el valor resultante de diferentes combinaciones de crecimiento y retorno sobre el capital invertido para un coste de capital dado. Para ello se asume un NOPAT inicial de 100 y un coste de capital del 10%.

\$ million

		ROIC (percent)				
		7.5	10.0	12.5	15.0	20.0
Earnings growth rate (percent)	3	887	1,000	1,058	1,113	1,170
	6	708	1,000	1,117	1,295	1,442
	9	410	1,000	1,354	1,591	1,886

Value destruction ← Value neutral → Value creation

Ilustración 10. Combinación de ROIC y crecimiento. Fuente: (Koller et al. 2020)

En la ilustración podemos ver que, para un retorno del capital invertido igual al coste de capital, un mayor crecimiento no crea ni destruye valor, pero sin embargo para un ROIC menor que el coste de capital, un aumento del crecimiento destruirá valor, debido al aumento de capital que necesitará invertir para conseguir ese crecimiento. Por otro lado, todos los escenarios donde el retorno del capital invertido sea mayor que la tasa de descuento, un mayor crecimiento creará valor, al igual que para un crecimiento constante, un mayor ROIC. Esto nos lleva a la conclusión de que todas aquellas empresas que ya tengan un ROIC alto, crearán más valor incrementando el crecimiento que incrementando su ROIC aún más, sin embargo, todas aquellas empresas con un retorno del capital invertido bajo crearán más valor aumentando su ROIC.

Es importante destacar que un incremento del crecimiento, manteniendo un retorno del capital constante, puede generar un flujo de caja menor al menos en los primeros años debido al aumento de capital necesario para generar ese crecimiento. Como podemos ver en el siguiente ejemplo, asumiendo un ROIC del 20% para ambos escenarios y un crecimiento del 5% para el primero y un 8% para el segundo, no es hasta el año 9 donde el segundo escenario se vuelve más rentable a pesar de tener un crecimiento más elevado debido a la mayor demanda de capital. Esto pasará siempre y cuando el retorno sobre el nuevo capital invertido sea mayor que el coste

del capital. Es por esto por lo que por el flujo de caja solo no es una buena medida de rendimiento ya que su variación puede venir de muchas fuentes diferentes.

5 percent growth rate												
	Year 1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Earnings	100	105	110	116	122	128	134	141	148	155	163	171
Net investment	25	26	28	29	30	32	34	35	37	39	41	43
Cash flow	75	79	83	87	91	96	101	106	111	116	122	128

8 percent growth rate												
	Year 1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Earnings	100	108	117	126	136	147	159	171	185	200	216	233
Net investment	40	43	47	50	54	59	63	69	74	80	86	93
Cash flow	60	65	70	76	82	88	95	103	111	120	130	140

Ilustración 11. Flujo de caja a diferentes tasas de crecimiento. Fuente: (Koller et al. 2020)

Esto nos lleva a la conclusión que muchas empresas no estarán dispuestas o no tendrán la capacidad de soportar unos menores flujos de caja en los primeros años, por lo que optarán por otras estrategias para conseguir crear más valor, a la vez que otras, optarán por soportar esa pérdida temporal para lograr una mayor recompensa en el largo plazo.

3. Descuento de flujos de caja

El descuento de flujos de caja o DCF⁹ por sus siglas en inglés es el método más comúnmente usado, junto con los múltiplos comparables, de estimar el valor de una empresa. Este método de valoración se basa en la premisa de que el valor del dinero es mayor a día de hoy que en futuro, por lo que para llevarlo a cabo, se suman las proyecciones futuras de los flujos de caja libre de la compañía objetivo, todos ellos descontados al presente para determinar su valor actual. Su complejidad radica en estimar de la manera más precisa posible las proyecciones financieras de los flujos de caja libre y el coste de capital que se va a usar para descontarlos. (Hernández, 2023)

Para llevar a cabo este método se supone que la compañía crece a una tasa constante de crecimiento y que reinvierte para ello la misma proporción de sus ingresos operativos cada año, además de que tendrá una tasa de retorno sobre el capital invertido constante. Por esto, el periodo de proyección debe ser lo suficientemente largo como para que la tasa de crecimiento de la empresa sea inferior o igual a la de la economía. Unas tasas de crecimiento más elevadas harían que las empresas tuvieran un tamaño poco realista en relación con la economía agregada. (Koller et al. 2020)

En primer lugar, el flujo de caja libre a diferencia del flujo de caja es el dinero que queda tras haber cubierto todos los gastos necesarios para el funcionamiento del negocio, incluyendo los gastos operativos, de explotación, impuestos, intereses e inversiones en capital necesarias. Por lo que el restante, es el dinero disponible para devolver al accionista sin involucrar el rendimiento futuro del negocio. Una vez definido esto, el primer paso sería desarrollar las proyecciones de los estados financieros de la compañía, donde para ello es crucial el conocer

⁹ Discounted Cash Flow

las operaciones llevadas a cabo por la empresa, un histórico de los datos financieros para identificar las prácticas contables de la empresa y sus números pasados, datos sobre la industria y la economía que puedan influir, todo ello para poder estimar una tasa de crecimiento lo más precisa posible. (Sherman & Hart, 2006)

Seguidamente hay que estimar los flujos de caja libre futuros durante un periodo de tiempo que normalmente es entre 5 y 10 años. Después de ello, se asigna un valor terminal a todos los flujos de caja futuros, es decir, todo lo que venga después de las proyecciones a 5 o 10 años. Algunos autores como Koller et al. (2020), para evitar errores de predicción y ser algo más conservadores, abogan por la separación de dos periodos para proyectar, es decir, para proyectar los primeros 5 años, ellos defienden el uso de una tasa de crecimiento lo más precisa posible, y para el resto de los años usar una tasa más conservadora.

A continuación, hay que calcular lo que para muchos es el punto más crucial del método, la tasa de descuento o coste de capital con el que luego se va a descontar a valor presente los flujos de caja libre y el valor terminal de la compañía. Para ello el método más utilizado es el Coste Medio Ponderado del Capital o WACC donde de forma simple se puede calcular con la siguiente fórmula matemática:

$$WACC = \frac{E}{V} * R_E + \frac{D}{V} * R_D * (1 - T)$$

Donde:

- E = Capital social
- V = Valor de mercado de la empresa
- R_E = Coste del capital social
- D = Valor de mercado de las deudas
- R_D = Coste de la deuda
- T = Tasa fiscal

Algunos analistas definen la tasa de descuento como el retorno anual que te gustaría ganar de la inversión, aumentando esta en negocios con mayor riesgo y disminuyéndolo en el caso contrario, ya que a una mayor tasa de descuento nos hará ser más conservadores haciendo que el negocio parezca más caro y por lo tanto desechando todas aquellas oportunidades que no den unos números razonables. Es por esto por lo que incluso, hay analistas que optan por usar casi una sola tasa descuento para cualquier inversión, que ronde el 15%, donde el riesgo se ajustaría en la tasa de crecimiento. (Niveshak, 2020)

Ahora ya estaríamos listos para descontar los flujos de caja libre y sumar todos ellos para que nos dé el valor presente como se muestra a continuación:

$$V = \frac{FCL_1}{(1+WACC)^1} + \frac{FCL_2}{(1+WACC)^2} + \dots + \frac{FCL_n}{(1+WACC)^n}$$

A continuación, para tener el valor completo de la empresa hay que sumar al valor actualizado de los flujos de caja estimados para el periodo planificado más el valor residual o terminal actualizado. Para ello se calcularía primero el valor residual y luego se descontaría como se muestra a continuación

$$VR = \frac{FCL_{n+1}}{WACC - g}$$

Donde:

- g = tasa de crecimiento perpetua, normalmente estimada entre 0% y 2%, suponer una tasa superior a 3-4% es como suponer que la empresa crecerá más que la economía mundial en el infinito.

Trayéndolo a valor presente nos quedaría:

$$VR^* = \frac{VR}{(1+WACC)^n}$$

Por lo que el valor intrínseco estimado de la empresa sería igual a:

$$VE = V + VR^*$$

Como todos los métodos, el DCF tiene sus ventajas y desventajas, pero por el momento este es el más popular en cuanto a valoración se refiere.

“Todos los modelos están mal; algunos son útiles” – George Edward Pelham Box

4. Retornos anormales acumulados

El método de los retornos anormales acumulados o CAR¹⁰ parte de la premisa, como bien explica Koller et al. (2020) de que existe una distinción entre el mercado financiero y mercado real, los cuales, que te vaya bien en uno no quiere decir que te vaya bien en otro. Cuando hablamos de mercado real el objetivo es escoger las estrategias que maximicen el valor presente de los flujos de caja o el beneficio económico. Sin embargo, cuando la compañía comienza a ser pública, entra en el mercado financiero donde cada inversor determina un valor diferente a la empresa, basando sus decisiones en si el precio está por encima o por debajo de su valor intrínseco estimado, por lo que los inversores están pagando por los resultados futuros que estiman que la compañía tendrá, no por lo que hizo en el pasado o por el valor de sus activos. Es por esto por lo que el retorno de los inversores no está justificado por los resultados de la compañía, sino por los resultados relativos a sus expectativas, es decir, si la compañía

¹⁰ *Cumulative Abnormal Return*

crea mucho valor en el mercado real, pero no lo hace tan bien como los inversores esperan, el resultado será negativo. “*La tarea de un buen gestor es maximizar el valor intrínseco de la empresa y gestionar adecuadamente las expectativas del mercado financiero.*” (Koller et al. 2020)

Esto anterior nos indica que el mercado no siempre es eficiente, por lo que el método de los retornos anormales acumulados usa esto a su favor. Un retorno anormal es un gran beneficio o una pérdida inusual en una inversión para un periodo de tiempo específico. El retorno difiere de la tasa esperada, la cual se estima ajustando el riesgo basado en un modelo de valoración de activos de capital o CAPM¹¹, o bien usando la media de datos históricos. El CAPM puede ser estimado de la siguiente manera:

$$RE = R_F + (E_M - R_F) \beta_i$$

Siendo:

- RE = Retorno esperado
- R_F = Rendimiento de activo sin riesgo de referencia
- E_M = Rendimiento esperado del mercado
- (E_M - R_F) = Prima de riesgo
- β_i = Mide la variación del rendimiento de un título con respecto a la variación del rendimiento de mercado

Una vez definido el retorno esperado, un retorno anormal es simplemente la diferencia entre el retorno obtenido y el esperado en un tiempo específico. Cuando se habla de acumulado, se refiere a la suma de todos estos pequeños retornos anormales en un pequeño periodo de tiempo, normalmente días. Este método es comúnmente usado para calcular el impacto que ha tenido una noticia en las acciones. (Investopedia, 2021)

¹¹ *Capital Asset Pricing*

Caso de estudio

VI. Adquisición de Gillette por Procter & Gamble

Una vez profundizado en una parte de la teoría que abarca este tipo de transacciones, en este capítulo vamos a conectar todos estos conocimientos con un ejemplo práctico en el que analizaremos algunos de los factores descritos anteriormente, empezando con una pequeña descripción de ambas compañías, siguiendo con una exposición del tipo de transacción y las motivaciones detrás de ella, posteriormente analizaremos los posibles factores que han podido ayudar a crear o destruir valor, y finalmente mediremos ese valor.

Para este caso de estudio se ha elegido la adquisición de Gillette por Procter & Gamble, P&G de aquí en adelante, llevada a cabo el 28 de enero de 2005. Se ha elegido esta transacción en concreto por temas de practicidad, ya que la naturaleza de ambos negocios es fácil de entender y por lo tanto hará de su análisis algo más fructífero.

A continuación, toda la información utilizada para este caso de estudio ha sido obtenida de los reportes anuales y presentaciones a los socios de ambas compañías publicados por la SEC y las compañías en sí, lo cual no se volverá a repetir para no hacerlo reiterativo.

1. Introducción de las compañías

1.1 Procter and Gamble

Antes de la transacción, P&G ya era una de las empresas multinacionales líderes en productos de consumo en áreas como cuidado del hogar, cuidado personal, cuidado de la salud y alimentos. Con sede en Cincinnati, Ohio, la compañía ya contaba con una amplia presencia global y un portafolio diversificado de marcas reconocidas a nivel mundial como Tide, Pantene o Pampers. En 2004, P&G mostraba un sólido desempeño financiero, con ingresos y ganancias en crecimiento constante, concretamente ese año consiguió un beneficio de 6,5 mil millones de dólares. La compañía tenía una reputación de generar flujos de caja estables y altos rendimientos para sus accionistas y por aquel entonces ya contaba con 110.000 empleados. Sin embargo, a pesar de que P&G era líder en muchas categorías, se enfrentaba una fuerte competencia de otras grandes empresas de bienes de consumo, como Unilever y Johnson & Johnson.

1.2 Gillette

Gillette por otro lado, era una empresa claramente más pequeña, pero líder en la industria de productos de cuidado personal, especialmente en el segmento de afeitado. Gillette ya era reconocida mundialmente por sus productos de afeitado, incluyendo maquinillas de afeitar, cuchillas, espumas y geles, la cual contaba con su propia marca de Gillette, Braun y Duracell, entre otras. Esta también contaba con una presencia global en diferentes países y era una empresa rentable y estable, la cual alcanzó un beneficio de 2,3 mil millones de dólares y empleaba a 30.000 trabajadores por aquel entonces.

2. Tipo de operación y motivaciones

Una vez en mente la naturaleza de ambas compañías, podemos proseguir con la explicación del tipo de transacción y las motivaciones que hubo detrás para llevarse a cabo. En enero de 2005, P&G, una de las compañías líderes del mercado en productos de consumo, decidió adquirir el 100% de Gillette, otra compañía líder de mercado en su segmento de cuidado personal, por un precio de 57 mil millones de dólares, convirtiéndose esta en una de las mayores adquisiciones de la historia en la industria de consumo. Esto hizo que P&G se convirtiera en la empresa de productos de consumo más grande del mundo, desplazando así a Unilever del primer puesto. La adquisición se hizo de forma amistosa donde los accionistas de ambas compañías estaban de acuerdo y podemos decir que se trató de una adquisición horizontal de ampliación de productos y mercado.

P&G empezó a expandirse más hacia el mercado de productos personales como se pudo intuir por sus previas adquisiciones de Wella y Clairol, por lo que vio en Gillette una combinación estratégica perfecta al encontrar una compañía ya líder en este sector, lo que le permitía ampliar su línea de productos y cuota de mercado, y además, Gillette estaba mayormente enfocada en el público masculino, sector en el que P&G no tenía mucha presencia ya que la mayoría de sus marcas eran para un público más femenino, como por ejemplo Olay o Tampax, lo que también significa una mayor diversificación. Esta adquisición le permitiría a P&G expandirse por otros territorios donde Gillette ya tenía una fuerte presencia, como India y Brazil. Lo mismo pasaba a la inversa con países como China donde P&G ya era un experto. Además de todo esto, ambas compañías tenían una estructura bastante similar y sus marcas, productos y tecnologías eran altamente complementarias, añadiendo que ambas compañías eran conocidas por ser muy innovadoras y tener una fuerte inversión en marketing e imagen de marca.

Hasta 1980 este sector experimentó un crecimiento muy rápido, el cual se vio mermado junto con sus márgenes debido a la dificultad de la negociación de precios por la creciente competencia y fuerza de las empresas minoristas como Walt-Mart, donde ya por aquel entonces era el *retailer* más grande del mundo con un 8% del total de las ventas en Estados Unidos. Esta gran influencia hizo que muchos costes pasaran a ser parte de sus proveedores, dejando así a empresas como P&G con un menor beneficio. Es por esto, que la operación entre P&G y Gillette tenía mucho sentido, ya que un mayor tamaño e influencia podría incrementar el poder de negociación con las empresas minoristas y sus propios proveedores.

“Esta combinación de dos de las mejores empresas de productos de consumo, en un momento en que ambas operan desde una posición de fuerza, es una oportunidad única. Esto marca la consecución de una próxima fase histórica de grandes oportunidades para Gillette y también para P&G. Reúne a dos empresas que son complementarias en sus puntos fuertes, su cultura y su visión para crear el potencial de un crecimiento sostenible superior.” - James M Kilts, CEO de Gillette -

3. Posibles factores de creación y destrucción de valor.

3.1 Precio y forma de pago

La adquisición se llevó a cabo por un precio de 57 mil millones de dólares, la cual se financió a través de las acciones de P&G. El precio de la acción de P&G era de \$55,32 y el de

Gillette de \$45,85, por lo que P&G decidió pagar 0,975 acciones propias por cada acción de Gillette, dejando así un precio de \$54 ($0,975 * 55,32 \approx 54$) por cada acción de Gillette. Esto supone una prima de en torno al 19%. Debido a la dilución que los accionistas tendrían en este escenario, P&G prometió hacer compras de acciones por valor entre 18 y 22 mil millones de dólares en los próximos 12-18 meses, por lo que finalmente la operación se financió con alrededor de un 60% de acciones y un 40% de efectivo.

Debido a la alta convicción de ambas compañías de que era una operación acertada, este tipo de transacciones amistosas financiadas con acciones puede hacer que se alineen los intereses de ambas empresas y que compartan riesgos, ya que para que le vaya bien a una, le tiene que ir bien a la otra, además de ser fiscalmente más eficiente.

En cuanto a la prima pagada, como hemos visto anteriormente, es uno de los factores que más puede influir a la hora de generar valor. En este caso, por las razones expuestas en el anterior párrafo, la prima pagada no fue tan alta como acostumbraba este tipo de transacciones y como se puede ver en la siguiente imagen. Analistas estimaron una valoración de la acción de Gillette de en torno entre 40 y 50 dólares, por lo que el precio nos dice que fue alto, pero aun así en un rango aceptable.

Announcement date	Acquiror	Target	Transaction Value (\$ in billions)	Premium to share price (1 day prior)	Premium to share price (1 week prior)
25/06/2000	Philip Morris	Nabisco	19.2	69.9%	103.2%
22/08/1994	Johnson & Johnson	Neutogens	1.0	63.0%	76.3%
03/11/2004	Constellation brands	Robert Mondy	1.4	49.9%	52.3%
18/03/2003	P&G	Welta	7.0	44.5%	47.3%
23/10/2003	Tchibo	Beierdorf	13.0	51.2%	45.7%
06/06/2000	Unilever	Bestfoods	23.7	44.4%	39.9%
04/12/2000	Pepsico	Quaker Oats	15.1	22.2%	24.0%
Average				49.3%	55.5%

Ilustración 12. Comparación con otras transacciones

P&G anticipó significativas sinergias de costos y crecimiento como resultado de la fusión. Se proyectaron sinergias anuales de aproximadamente 1,000 a 1,200 millones de dólares dentro de tres años, derivadas de reducción de costos operativos, eficiencias en la cadena de suministro y sinergias de marketing y ventas.

3.2 Estrategias y sinergias

La nueva compañía combinada estimó que alcanzarían unos márgenes operativos de alrededor del 25% antes del final de 2010 y un crecimiento de las ventas del 5%. Para ello estimaron una creación de valor de 14 y 16 mil millones de dólares a través de sinergias de coste de entre 10 y 11 mil millones de dólares y sinergias de ingresos de entre 4 y 5 mil millones de dólares. Para las sinergias de costes optaron por una reducción de unos 6.000 puestos de trabajo de una fuerza combinada de 140.000. La mayor parte de las reducciones de plantilla

tuvieron lugar para eliminar solapamientos de gestión y consolidar las funciones de apoyo a la empresa. Aunque la gestión de los problemas culturales es muy importante en las F&A, sobre todo en las transfronterizas, en este caso prácticamente no se plantearon, dada la proximidad geográfica de las sedes de las dos empresas en Cincinnati y Boston. Sin embargo, P&G se consideraba una empresa de promoción interna y ya contaba con muchos ejecutivos con talento en su cúspide. Por lo tanto, absorber a la dirección de Gillette a su entera satisfacción fue difícil. La capacidad de P&G para gestionar esta asimilación cultural masiva decidió el éxito de esta adquisición. En ella también se estimaron una reducción de costes en publicidad y medios de comunicación a la vez que, en los precios de sus proveedores, todo ello debido a un mayor poder de negociación.

Ambas compañías se beneficiaron de adaptar la tecnología de cada una y uniendo sus fuerzas de investigación y desarrollo, además de usar los ya grandes medios logísticos que tenía P&G para poder expandirse tanto a otras localizaciones como a otros mercados, en definitiva, aprovecharon las economías de escala que surgieron tras su unión.

“Si nos fijamos en el nivel de sinergias, son grandes. Al mismo tiempo, son razonables. Las sinergias de costes son coherentes con los niveles que P&G ha alcanzado en el pasado. También son sinergias que sé cómo conseguir. Utilizaremos recursos internos y externos para identificar las oportunidades específicas. Fijaremos objetivos específicos para cada área de oportunidad. Estableceremos equipos para perseguir estos objetivos. Supervisaré todo el proceso junto con otros altos directivos de Gillette y P&G. Alcanzaremos estos objetivos y estaremos preparados para acelerar nuestro crecimiento. En cuanto a los ingresos, crearemos nuevas ventajas y un mejor valor para nuestros consumidores y facilitaremos a nuestros clientes el trato con nosotros y haremos que nuestra empresa sea aún más importante para ellos a la hora de desarrollar su negocio. Estas mejoras en los ingresos se van a producir. Para conseguir estos resultados, he aceptado quedarme al menos un año para trabajar con la nueva empresa y dirigir los esfuerzos de integración. Y en caso de que no les haya convencido de que soy un creyente, también he acordado traspasar todas mis opciones y acciones de Gillette a acciones de P&G y mantenerlas durante al menos dos años.” - James M Kilts, CEO de Gillette

-

En la anterior cita del CEO de Gillette en una de las juntas de accionistas podemos ver un poco como afrontaron la operación y la propia convicción y compromiso de la persona a la cabeza de la integración. En este caso y como vimos en el epígrafe de liderazgo post-adquisición, se optó por una persona *insider*, la cual también vimos que era más eficaz en estrategias de absorción.

Para asegurar el éxito de la operación se formaron equipos interfuncionales que incluían miembros de ambas compañías. Estos equipos se encargaron de áreas específicas como finanzas, recursos humanos, operaciones, marketing y tecnología. P&G designó líderes de integración con experiencia en fusiones y adquisiciones para supervisar todo el proceso y estos reportaban directamente a la alta dirección. Además de esto, P&G implementó un plan de los primeros 100 días post-adquisición, que delineaba las tareas críticas que debían completarse para asegurar una integración inicial exitosa, donde para ello se adoptó una estrategia de integración por fases para manejar la complejidad del proceso, estableciendo metas claras y medibles para cada fase de la integración, asegurando que los equipos supieran exactamente qué se esperaba de ellos y cómo se mediría el éxito. Esto permitió abordar problemas de forma secuencial y ajustar la estrategia según fuera necesario. Se realizaron reuniones regulares de

revisión del progreso de la integración para evaluar el cumplimiento de las metas y ajustar las estrategias según fuera necesario, todo ello monitoreado por indicadores clave, lo que consiguió tener una estrategia flexible para adaptarse a los desafíos y oportunidades que surgieron durante la integración.

3.3 Cultura corporativa y gestión del talento

Como vimos anteriormente, la buena gestión de la cultura corporativa y su buena integración es de vital importancia para poder desarrollar una operación de este tipo de forma exitosa, punto en que muchas transacciones fallan por no prestarle atención. Para ello P&G realizó encuestas y entrevistas a empleados de ambos lados para identificar las diferencias y similitudes culturales, el cual ayudó a entender las expectativas, valores y comportamientos prevalentes en ambas empresas. En adición a esto, se implementaron programas para facilitar la integración cultural, incluyendo talleres y sesiones de formación para promover la colaboración y la cohesión entre los empleados de ambas empresas, además de contratar consultores externos especializados en cultura corporativa para realizar una evaluación objetiva y profunda de las culturas organizacionales de P&G y Gillette.

Con el objetivo de hacer la integración lo más fluida posible, se identificaron las diferencias en los estilos de liderazgo y toma de decisiones entre las dos empresas, mapeándose para ello las diferencias en los valores fundamentales y normas de comportamiento, como la orientación hacia la innovación, el enfoque en el cliente y la flexibilidad organizacional.

En cuanto a la gestión del talento P&G identificó a los empleados clave de Gillette y desarrolló planes específicos para retenerlos, incluyendo ofertas de incentivos y programas de desarrollo profesional, otro punto clave que ayudó a mantener y mejorar el conocimiento existente.

3.4 Comunicación

A la hora de gestionar la incertidumbre y todo lo que conlleva, una comunicación efectiva es de vital importancia. Es por esto por lo que se mantuvo una comunicación abierta y



Ilustración 13. Diapositiva de la presentación a los socios de Gillette en cuanto a la comunicación

transparente con todos los empleados para minimizar la incertidumbre y el temor a los cambios, explicando claramente las razones detrás de la adquisición y cómo se beneficiarían. Tal y como se puede ver en la siguiente diapositiva usada en la presentación a los socios de Gillette el 4 de febrero de 2005, la comunicación estaba como punto de suma importancia en las mentes de los directivos, por lo que iban ser informados de cualquier novedad respecto a la transición de forma periódica, además de crear una web especial para ello.

4. Valoración

El primer paso antes de valorar el resultado de la transacción es saber de dónde partimos, es por eso por lo que primero valoraremos el desempeño de ambas compañías por separado antes de transacción.

Por un lado, tenemos que a finales de 2004 la capitalización de mercado de Gillette era de en torno \$45 mil millones y consiguió unas ventas por valor de \$10.4 mil millones, donde obtuvo un margen operativo medio de en torno al 22% en sus últimos años. A continuación, se exponen algunos de sus datos financieros expresados en millones de los tres años anteriores a la adquisición:

Gillette

Year	2004	2003	2002
Net sales	\$10.477	\$9.252	\$8.453
Cost of sales	\$4.264	\$3.897	\$3.686
Gross profit	\$6.213	\$5.355	\$4.767
Selling, General and Administrative Expenses	\$3.748	\$3.352	\$2.958
Operating Income	\$2.465	\$2.003	\$1.809
Net Interest	\$81	\$39	\$57
Income before taxes	\$2.384	\$1.964	\$1.752
Income taxes	\$693	\$579	\$536
Net Income	\$1.691	\$1.385	\$1.216

Para calcular su valor intrínseco estimado de la compañía vamos a utilizar el método de descuentos de flujos de caja para el cual se va a asumir un crecimiento del 9% teniendo en cuenta la media del crecimiento de sus ventas de los últimos 3 años y un flujo de caja libre de \$1.9 mil millones, también provenientes de la media de sus últimos 3 años. Para el cálculo del coste del capital se va a asumir un rendimiento de activo sin riesgo del 4%, proveniente del bono estadounidense a 10 años, una prima de mercado del 10% y una beta de 0,8. De esta manera podemos calcular el coste del capital social a través de un CAPM, siendo:

$$R_E = 0,04 + (0,10 - 0,04) * 0,8 = 0,088 = 8,8\%$$

Para continuar el cálculo del coste de capital a través del WACC, asumiremos que la tasa impositiva es del 30%, el coste de las deudas es de 2,5%, la proporción de capitalización bursátil y valor de mercado es de 92% y la correspondiente a la deuda es de 5,5%, siendo:

$$WACC = 0,92 * 0,088 + 0,055 * 0,025 * (1 - 0,30) = 0,082 = 8,2\%$$

Para el cálculo del valor terminal se asumirá un 3% de crecimiento perpetuo. Al hacer todos los cálculos como se observa en la siguiente tabla, nos sale un valor intrínseco estimado de la compañía de \$48,76 mil millones.

Gillette			
3-Year Avg. FCF	1.900.000.000		
Year:	1-5		
Growth Rate:	9,00%		
Terminal Growth Rate:	3%		
Discount Rate:	8,20%		
Shares Outstanding:	1.007.000.000		
Net Debt Level:	2.640.000.000		
Year	FCF	Growth	Present Value (PV)
1	2.071.000.000	9,00%	1.914.048.059
2	2.257.390.000	9,00%	1.928.199.986
3	2.460.555.100	9,00%	1.942.456.547
4	2.682.005.059	9,00%	1.956.818.518
5	2.923.385.514	9,00%	1.971.286.677
Terminal Year CF:	3.011.087.080		
PV of Year 1-5 Cash Flows:	9.712.809.788		
Terminal Value:	39.046.639.955		
Enterprise Value:	48.759.449.743		
Intrinsic Value per Share:	46		
Equity Value:	46.119.449.743		

Por otro lado, para la valoración de P&G tenemos que la empresa a finales de 2004 contaba con una capitalización bursátil de en torno a \$140 mil millones y consiguió unas ventas por valor de \$51,4 mil millones, donde obtuvo un margen operativo medio de en torno al 18% en sus últimos años. Siguiendo con el mismo procedimiento que con Gillette, a continuación, se expone un estado de ganancias:

P&G				
Year	2004	2003	2002	
Net sales	\$51.407	\$43.377	\$40.238	
Cost of sales	\$25.076	\$22.141	\$20.989	
Gross profit	\$26.331	\$21.236	\$19.249	
Selling, General and Administrative Expenses	\$16.504	\$13.383	\$12.571	
Operating income	\$9.827	\$7.853	\$6.678	
Net Interest	\$477	\$323	\$295	
Income before taxes	\$9.350	\$7.530	\$6.383	
Income taxes	\$2.869	\$2.344	\$2.031	
Net Income	\$6.481	\$5.186	\$4.352	

Para calcular su valor intrínseco estimado, se va a asumir un crecimiento del 5% basándonos en la media del crecimiento de los pasados 3 años al igual que flujo de caja libre, el cual se asumirá \$6 mil millones. Para calcular el coste del capital social, solo se cambiará el valor de beta que en este caso será 0,6. Siendo:

$$R_E = 0,04 + (0,10 - 0,04) * 0,6 = 0,076 = 7,6\%$$

La tasa impositiva se mantiene al 30%, el coste de las deudas se asume 4%, la proporción de capitalización bursátil y valor de mercado es de 85% y la correspondiente a la deuda de 15%, siendo:

$$WACC = 0,85 * 0,076 + 0,15 * 0,04 * (1 - 0,30) = 0,069 = 6,9\%$$

En este caso para el cálculo del valor terminal se asumirá un 3% de crecimiento perpetuo. Al hacer todos los cálculos como se observa en la siguiente tabla, nos sale un valor intrínseco estimado de la compañía de \$169 mil millones.

P&G			
3-Year Avg. FCF	6.000.000.000		
Year:	1-5		
Growth Rate:	5,00%		
Terminal Growth Rate:	3%		
Discount Rate:	7,00%		
Shares Outstanding:	2.520.000.000		
Net Debt Level:	25.000.000.000		
Year	FCF	Growth	Present Value (PV)
1	6.300.000.000	5,00%	5.887.850.467
2	6.615.000.000	5,00%	5.777.797.188
3	6.945.750.000	5,00%	5.669.800.978
4	7.293.037.500	5,00%	5.563.823.390
5	7.657.689.375	5,00%	5.459.826.691
Terminal Year CF:	7.887.420.056		
PV of Year 1-5 Cash Flows:	28.359.098.714		
Terminal Value:	140.590.537.297		
Enterprise Value:	168.949.636.012		
Intrinsic Value per Share:	57		
Equity Value:	143.949.636.012		

Tras saber el valor intrínseco estimado de ambas compañías por separado antes de la adquisición, vamos a proceder a calcular el valor intrínseco estimado de ambas compañías ya juntas después de 5 años para así ver los resultados obtenidos. A finales de 2010 la capitalización de P&G era de en torno a \$195 mil millones y obtuvo unas ventas por valor de \$78 mil millones. El estado de ganancias desde que se produjo la adquisición hasta 2010 fue el siguiente:

Year	2010	2009	2008	2007	2006
Net sales	\$78.938	\$76.694	\$79.257	\$76.476	\$68.222
Cost of sales	\$37.919	\$38.690	\$39.261	\$36.686	\$33.125
Gross profit	\$41.019	\$38.004	\$39.996	\$39.790	\$35.097
Selling, General and Administrative Expenses	\$24.998	\$22.630	\$24.017	\$24.340	\$21.848
Operating income	\$16.021	\$15.374	\$15.979	\$15.450	\$13.249
Net Interest	\$974	\$961	\$1.094	740	836
Income before taxes	\$15.047	\$14.413	\$14.885	\$14.710	\$12.413
Income taxes	\$4.101	\$3.733	\$3.594	\$4.370	\$3.729
Net Income	\$10.946	\$10.680	\$11.291	\$10.340	\$8.684

Ya desde aquí podemos ver, que, al año siguiente de la adquisición, en 2006, el valor de las ventas fue superior al de la suma de las partes por separado el año anterior a la adquisición, al igual que el coste de las mismas fue inferior, por lo que se podrían apreciar unas posibles sinergias de costes y de ingresos. En cuanto al coste de publicidad, el cual está incluido en los gastos administrativos, tenemos que en P&G y Gillette fueron \$5,5 y \$1,1 mil millones respectivamente antes de la operación, frente a unos \$6,7 mil millones en 2006, por lo que no podemos observar apenas unas sinergias creadas en este punto como las compañías previeron.

A continuación, calcularemos el valor intrínseco de la compañía 5 años después de la transacción, es decir, a finales de 2010, con el objetivo de comprobar la posible creación de valor con unos años de margen para que dé tiempo a materializarse algunas sinergias. Al ser una empresa grande y estable y por el desempeño de sus años anteriores, estimaremos un crecimiento del 4% y un flujo de caja libre medio de \$12 mil millones. Para calcular el coste del capital social se asumirá una prima de activo sin riesgo de 3,3%, una prima de mercado de 8% y una beta de 0,65. Siendo:

$$R_E = 0,033 + (0,08 - 0,033) * 0,65 = 0,064 = 6,4\%$$

Para el cálculo del coste del capital asumiremos una tasa impositiva de 27,3%, un coste de la deuda de 3,7%, la proporción de capitalización bursátil y valor de mercado es de 88% y la correspondiente a la deuda de 13%, siendo:

$$WACC = 0,88 * 0,064 + 0,13 * 0,037 * (1 - 0,273) = 0,06 = 6\%$$

Se asumirá un 3% de crecimiento perpetuo, lo que al hacer todos los cálculos nos deja un valor intrínseco estimado de la compañía de en torno a \$431 mil millones como se puede ver en la siguiente tabla:

P&G			
3-Year Avg. FCF	12.000.000.000		
Year:	1-5		
Growth Rate:	4,00%		
Terminal Growth Rate:	3%		
Discount Rate:	6,00%		
Shares Outstanding:	3.000.000.000		
Net Debt Level:	26.800.000.000		
Year	FCF	Growth	Present Value (PV)
1	12.480.000.000	4,00%	11.773.584.906
2	12.979.200.000	4,00%	11.551.441.794
3	13.498.368.000	4,00%	11.333.490.062
4	14.038.302.720	4,00%	11.119.650.627
5	14.599.834.829	4,00%	10.909.845.898
Terminal Year CF:	15.037.829.874		
PV of Year 1-5 Cash Flows:	56.688.013.288		
Terminal Value:	374.571.375.842		
Enterprise Value:	431.259.389.130		
Intrinsic Value per Share:	135		
Equity Value:	404.459.389.130		

Tras calcular los valores intrínsecos de las compañías por separado en 2004 y la compañía tras la adquisición en 2010, para poder comparar los 3 valores habría que hacerlo en un mismo punto temporal ya que si no se hubiese realizado la adquisición, ambas empresas hubieran proseguido su actividad normal y creciendo a una tasa X, por lo que una comparación en distintos años no sería muy acertada. Es por eso por lo que se podría o bien proyectar el valor de ambas compañías a 2010 con un cierto crecimiento o traer el valor de P&G en 2010 a tiempo presente de finales de 2004 con una tasa de descuento. Para nuestros cálculos hemos optado por la segunda opción en la se ha asumido una tasa de descuento del 8%, siendo el valor de P&G de \$299,33 mil millones.

$$V_{AB2004} = \frac{431}{(1+0.08)^5} = 299,33$$

Ahora que ya podemos comparar los tres valores, vamos a aplicar la fórmula que la teoría nos marca para calcular el beneficio obtenido tras la operación, siendo la diferencia entre el valor de la compañía post-adquisición y la suma de ambas por separado.

$$\text{Beneficio} = 299,33 - (169 - 48,76) = 75,57$$

Este resultado teóricamente nos dice que gracias a la adquisición se ha creado un beneficio por valor de \$75,57 mil millones. Esto comparado con los \$57 mil millones pagados en la adquisición nos lleva concluir, que muy posiblemente se creó valor gracias a la operación.

En cuanto a las estimaciones que hicieron sobre 2010 donde predijeron un margen operativo del 25%, no llegaron a su objetivo, pero se acercaron a la realidad donde obtuvieron un 20,3%. Como podemos ver en el siguiente gráfico el precio de la acción también se comportó muy positivamente después de la transacción, además de ver un crecimiento de los beneficios por acción en línea gracias al desempeño de la compañía y la recompra de acciones que prometió. Por lo que podemos decir que el accionista se vio beneficiado tras la subida de ellos y el pago de dividendos que la compañía acostumbra a pagar.

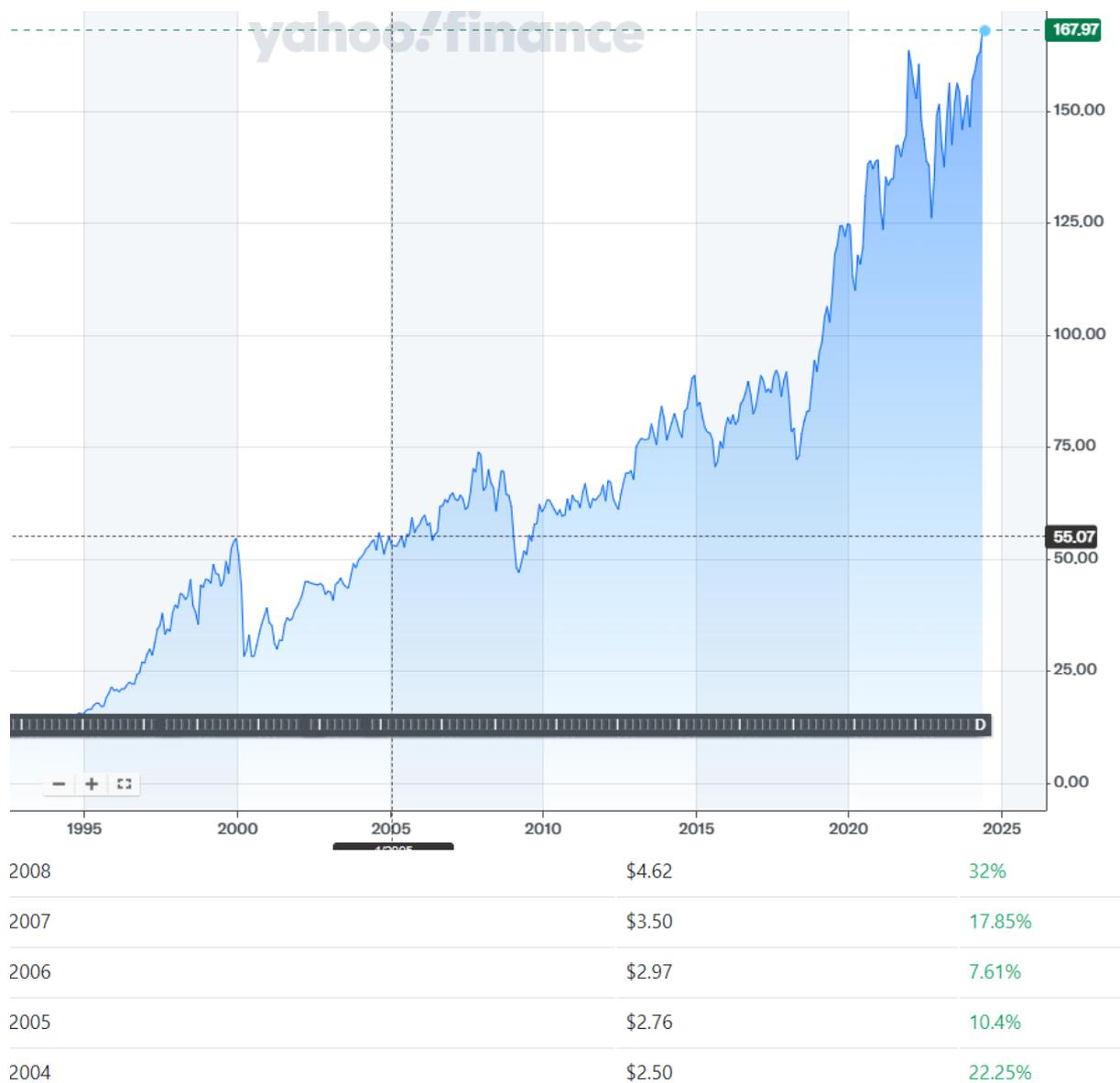


Ilustración 14. Desempeño del precio y los beneficios por acción de P&G tras la adquisición de Gillette. Fuente: Yahoo finance

Además de esto, si estimamos un ROIC aproximado del 11% y del 15% para P&G₂₀₁₀ y P&G₂₀₀₄ respectivamente y lo comparamos con su coste de capital calculado y el capital invertido, tal y como vimos en el epígrafe 2 de la medición de valor, nos sale que, aunque el ROIC de P&G₂₀₀₄ era superior, el beneficio económico de P&G₂₀₁₀ es mayor.

Tras analizar la adquisición de Gillette por P&G podemos concluir que se creó valor en ella a pesar de los múltiples factores que influyen en ello y que hay que tener en cuenta. Es importante remarcar de nuevo que, al no ser una ciencia exacta, estos cálculos pueden tener errores ya que muchos de ellos se basan en asunciones e interpretaciones. Para este estudio se ha elegido 5 años para que así diera tiempo a materializarse los cambios, ya que cuanto más largo sea este período, más tiempo tendrá el mercado para corregir cualquier error inicial en la evaluación del adquirente, sin embargo, también se introducirá más ruido en las estimaciones y no se podrá atribuir el valor creado a la compañía solo a la operación realizada unos años atrás.

Conclusiones

Las operaciones de fusión y adquisición presentan un conjunto complejo de factores que pueden influir significativamente en la creación o destrucción de valor. En este trabajo se han analizado diversas dimensiones que afectan el éxito de estas operaciones, destacando puntos críticos a tener en cuenta tanto desde la perspectiva de la empresa adquiriente como de la empresa objetivo.

Uno de los factores más determinantes en la destrucción de valor, que hemos visto, es la prima pagada por la empresa compradora a la empresa objetivo. Esta prima, que puede oscilar entre el 20% y el 40% del valor justo de la empresa adquirida, a menudo beneficia únicamente a los accionistas de la empresa objetivo y no a los de la empresa compradora. Si el precio pagado es excesivo, incluso las sinergias esperadas pueden no compensar el costo adicional. Esto junto con el método de pago de la adquisición puede influir en el éxito de la operación. Pagos en efectivo suelen ser mejor recibidos por el mercado y reflejan una mayor confianza en el éxito de la transacción. Sin embargo, también se utilizan acciones para compartir riesgos y alinear intereses en adquisiciones amistosas

De la mano de esto último, hemos visto que una correcta valoración de la empresa objetivo y una exhaustiva *due diligence* son esenciales para evitar pagar un precio excesivo. La valoración debe tener en cuenta no solo el valor de mercado, sino también el potencial de sinergias futuras.

Por otro lado, la integración cultural es crucial y a menudo subestimada. La comunicación abierta y constante durante el proceso de integración puede reducir la incertidumbre entre empleados, clientes y proveedores. La falta de una estrategia clara y la subestimación de los problemas culturales pueden llevar a la destrucción de valor. Es por esto por lo que una gestión adecuada de los recursos humanos puede ser vital para el éxito de la integración post-adquisición. Esto incluye la motivación y el compromiso de los empleados, así como la transmisión efectiva de conocimientos y recursos entre las empresas.

Otro factor fundamental que hemos visto es la estrategia de integración. Planificar y gestionar la nueva organización post-adquisición para aprovechar plenamente las sinergias y evitar la erosión de los activos fundamentales basados en el conocimiento, además de la medición del proceso y la flexibilidad para adaptarse a los cambios suman una gran importancia a la hora de materializar las sinergias esperadas.

Uno de los factores menos hablados y que a menudo influyen este tipo de operaciones es la psicología de los ejecutivos. Las motivaciones personales y la codicia de algunos CEOs pueden llevar a decisiones subóptimas. Es por ello por lo que es de suma importancia que las decisiones se basen en análisis racionales y objetivos, evitando la sobreestimación de sinergias y el pago de primas excesivas.

Gracias al caso de estudio hemos visto la complejidad de valorar este tipo de transacciones de principio a fin, debido a todas las asunciones e interpretaciones que hay que hacer y que están sujetas a una gran cantidad de factores directos e indirectos que pueden influir en la valoración. Es por esto por lo que ya desde el momento en el que se tiene la idea de hacer una operación de este tipo, todos estos factores entran en juego y hacen del proceso un trámite complicado en el que hay que ser racionales y usar los datos a nuestra disposición de la mejor manera posible. Luego a la hora de valorar el posible valor añadido tras la operación, hemos

sacado la conclusión de la gran dificultad que entraña atribuir una creación o destrucción de valor debido exclusivamente a la operación, ya que una valoración pronta no nos dará unos datos muy precisos ya que puede que no se hayan llegado a materializar las mejoras y sinergias que se tenían previstas o incluso parezca que ha empeorado, y por otro lado, una valoración más tardía debería solucionar esto último, pero añade mucho ruido a las estimaciones, complicando aún más el poder averiguar si el valor se ha creado o destruido por la operación en sí o por otros miles de factores como podrían ser otras decisiones tomadas en la empresa, el entorno económico o del sector, o simplemente factores irracionales del mercado que no se pueden explicar.

La elevada tasa de fracaso de las fusiones y adquisiciones sugiere que ni los académicos ni los profesionales conocen a fondo las variables que intervienen en el proceso de fusión y adquisición y sus complejas interrelaciones. En definitiva, no se puede sacar unos factores comunes que siempre den buenos resultados en todos los tipos de transacciones, pero una planificación meticulosa junto con una gestión adecuada de la integración y una valoración precisa son elementos clave para aumentar las probabilidades de éxito y evitar la destrucción de valor. El éxito de las operaciones de F&A no se rige por una ciencia exacta, sino que se asemeja más a un arte en el que se debe equilibrar cuidadosamente una variedad de factores.

BIBLIOGRAFÍA

- Aguado, M., & Granda, N. (2019). Comunicación Interna en Fusiones y Adquisiciones (M&A): de la fusión a la sinergia. En M. Aguado, & N. Granda, *Capital Humano*. Wolters Kluwer.
- Andrade, G., & Erik, S. (1999). *Investigating The Economic Role of Mergers*. Boston: Harvard Business School.
- Angwin, D. (2004). Speed in M&A Integration: The First 100 Days. *European Management Journal*, 418-430.
- Angwin, D., & Meadows, M. (2009). The Choice of Insider or Outsider Top Executives in Acquired Companies. *Long Range Planning*, 359-389.
- BBVA. (15 de Noviembre de 2023). *¿Qué es una 'due diligence'? Cómo se realiza una auditoría antes de una inversión, fusión o adquisición*. Obtenido de <https://www.bbva.com/es/innovacion/que-es-una-due-diligence-como-se-realiza-una-auditoria-antes-de-una-inversion-fusion-o-adquisicion/>
- BBVA. (Marzo de 2024). *Así son las inversiones con criterios ESG*. Obtenido de https://www.bbva.com/es/sostenibilidad/asi-son-las-inversiones-con-criterios-esg/?gad_source=1&gclid=Cj0KCQjw5cOwBhCiARIsAJ5njuYRKCYXkVjVTcr8Q1piopZnDuO4r1GDjA3KjPcW-yw69rQeiCl7SoaAgNPEALw_wcB
- Bruner, R. F. (2005). *Where M&A Pays and Where it Strays*. Virginia.
- Capital, F. (5 de Marzo de 2024). *Strategic Fit: Finding the Perfect Match: Exploring Strategic Fit in M&A*. Obtenido de <https://fastercapital.com/content/Strategic-Fit--Finding-the-Perfect-Match--Exploring-Strategic-Fit-in-M-A.html>
- CyMinver. (2022). Esta es la métrica más importante para evaluar una empresa. *Conceptos básicos de inversión*.
- Expansión. (05 de 04 de 2024). *Expansión*. Obtenido de <https://www.expansion.com/diccionario-economico/creacion-de-valor.html>
- Fernandes, N. (2020). The Value Killers. *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*.
- Gaughan, P. A. (2015). *Mergers, Acquisitions & Corporate Restructurings*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Gomes, E., Angwin, D., Weber, Y., & Tarba, S. Y. (2013). *Critical Success Factors through the Mergers and Acquisitions Process: Revealing Pre- and Post-M&A Connections for Improved Performance*. Thunderbird International Business Review.
- Haspelagh, P., & Jemison, D. (1991). *Managing Acquisitions: Creating Value Through Corporate Renewal*. New York: Free Press.

- Hayes, A. (20 de Febrero de 2024). *Investopedia*. Obtenido de <https://www.investopedia.com/terms/m/mergersandacquisitions.asp>
- Hernández, L. Á. (2023). Descuento de Flujos de Caja. *Rankia*.
- Investopedia. (2021). Abnormal Return: Definition, Causes, Example. *Guide to mutual fund*.
- Jabian. (2021). Are You Putting Your Deal at Risk By Not Considering Cultures? *The Jabian Journal*.
- Jonk, G., & Ungerath, M. (2006). Not So Fast: Companies Need To Pace Themselves During The Integration Process. *Institute for Mergers, Acquisitions & Alliances*.
- Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D., & McKinsey & Company Inc. (2020). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. New York: John Wiley & Sons.
- Light, D. A. (2001). Who goes, who stays? *Harvard Business Review*, 35-41.
- Lluch, P. (Enero de 2014). *Fiananzas, Marketing y Empresa*. Obtenido de <https://pablolluch.blogspot.com/2014/01/que-es-una-m.html>
- McKinsey & Company. (2019). Organizational culture in mergers: Addressing the unseen forces. *People & Organizational Performance*.
- McKinsey & Company. (13 de Octubre de 2021). *Strategy & Corporate Finance*. Obtenido de <https://www.mckinsey.com/capabilities/strategy-and-corporate-finance/our-insights/how-one-approach-to-m-and-a-is-more-likely-to-create-value-than-all-others>
- McKinsey&Company. (2010). *Perspectives on merger integration*.
- Mezrah Consulting. (2021). Using Deferred Compensation Plans to Obtain Merger and Acquisition Advantages.
- Miller, F. (2009). Addressing Culture Differences in M&A. *The Wall Street Journal*.
- Moeller, S. (2020). *The Urban Myths of M&A: how unconscious biases affect deal success*. London: Royds Withy King.
- Moeller, S., Schlingemann, F., & Stulz, R. (2004). *Firm size and the gains from acquisitions*. Journal of Financial Economics.
- Niveshak, S. (2020). Lesson #15: Discounted Cash Flow Valuation. *Value Investing Masterclass*.
- Patel, K. (10 de Septiembre de 2022). *M&A Science*. Obtenido de <https://www.linkedin.com/pulse/what-merger-acquisition-ma-meaning-definition-examples-kison-patel/>

Patel, K. (3 de Enero de 2024). *DealRoom*. Obtenido de M&A Integration Team Structure and Its Responsibilities: <https://dealroom.net/blog/integration-team-structure>

Pérez-Montero, F. (2021). Fusiones y adquisiciones: la comunicación como factor de éxito. *Proa*.

Qiu, L. D., & Zhou, W. (2006). International mergers: Incentives and welfare. *Journal of International Economics*, 38-58.

Schoenberg, R., & Cartwright, S. (2006). Thirty Years of Mergers and Acquisitions Research: Recent Advances and Future Opportunities. *British Journal of Management*.

Schuler, R., & Jackson, S. (2001). HR Issues and Activities in Mergers and Acquisitions. *European Management Journal*, 239-253.

Sebenius, J. K. (2002). The Hidden Challenge of Cross-Border Negotiations. *Harvard Business Review*.

Sherman, A. J., & Hart, M. A. (2006). *Mergers & Acquisitions From A to Z*. New York: Amacom Books.

Srower, M. L. (1998). *Imagined synergies: a prescription for a no-win deal*.

Tikkanen, A. (3 de Marzo de 2024). *Britannica*. Obtenido de <https://www.britannica.com/topic/East-India-Company>

Vipond, T. (2024). *Corporate Finance Institute*. Obtenido de <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/economic-value-added-eva/>

Wang, L., & Zajac, E. (2007). *Alliance or Acquisition? A Dyadic Perspective on Interfirm Resource Combinations*. San Francisco.

Yurtoglu, B., & Mueller, D. (2007). Corporate Governance and the Returns to Acquiring Firms' Shareholders: An International Comparison. *Managerial and Decision Economics*, 879-896.