

Fusiones y adquisiciones: cómo generar sinergias

Miguel Cantillo

Profesor asociado del Departamento de Gestión
Financiera en el IESE Business School.

Las oleadas de fusiones y adquisiciones se han hecho cada vez más fuertes y frecuentes en los últimos años. Es cierto que el ritmo de estas operaciones ha bajado como consecuencia de la crisis, como en ocasiones similares, pero es casi seguro que las compras empresariales seguirán desempeñando un papel fundamental en las próximas décadas.

Para evitar tecnicismos innecesarios, se obviarán los instrumentos legales específicos de cada país y se centrará la explicación en los conceptos económicamente relevantes. Desde el punto de vista del control, existen al menos dos tipos de fusiones. En primer lugar están las compras, en las que la empresa compradora toma el control de la empresa

adquirida. Una compra puede ser amistosa, en caso de que la junta directiva de la empresa vendida esté de acuerdo con la oferta, u hostil, si la junta directiva de la empresa que pretende ser comprada se opone. En segundo lugar, además de las compras, existe la posibilidad de una “fusión de iguales”, conocida como MOE por sus siglas en inglés (*merger*

of equals). En esta segunda modalidad, las empresas que se fusionan mantienen supuestamente una cuota de poder parecida.

Entre estos dos tipos puede darse una amplia variedad de posibilidades. Por ejemplo, muchas veces se llama “fusión de iguales” a lo que, en realidad, es una compra. Esto se hace por razones estratégicas o de imagen, para retener empleados, etc. Puede ocurrir, aunque en pocas ocasiones, que la empresa vendida llegue a controlar a la compradora, como pasó cuando Nabisco compró a Standard Brands en 1981 y los directivos de esta última organización tomaron el control estratégico de Nabisco.

La estrategia del nombre

El nombre de la empresa fusionada puede dar leves indicios de si estamos ante una compra o ante una fusión de iguales. Es probable que se esté ante una compra si el nombre de una de las partes desaparece y queda sólo el de la compradora. Por ejemplo, en enero de 2009, Pfizer anunció la compra de Wyeth; la empresa fusionada se llamaría Pfizer y la alta dirección de Wyeth no seguiría en la empresa resultante de la fusión. Sin embargo, esto no siempre es cierto: en el año 1998, Nationsbank, de Charlotte (Carolina del Norte), compró a BankAmerica, de San Francisco (California), y retuvo el nombre Bank of America. Esta decisión se debe a que, en Estados Unidos, la marca de Bank of America era más antigua y conocida que la de Nationsbank.

Por otra parte, cuando se anuncia una fusión de iguales, esto se resalta modificando completamente el nombre de las empresas: éste es el caso de Unisys, nombre de la organización resultante de la fusión de Burroughs y Sperry en 1986. Otra forma de convencer al público de que una fusión es de iguales es unir el nombre de las partes, como pasó con la fracasada fusión de Daimler Benz y Chrysler, que entre 1998 y 2007 pasó a llamarse DaimlerChrysler. Merece la pena indicar que las fusiones de iguales existen más en la imaginación que en la realidad, puesto que, en ambos ejemplos, una de las empresas ha mantenido el control (Burroughs y Daimler Benz, respectivamente).

Competidores, proveedores y clientes

Las fusiones se pueden clasificar por la relación entre las empresas que se fusionan. Una fusión se de-

nomina “horizontal” cuando las empresas que la llevan a cabo pertenecen al mismo sector y están presentes en el mismo mercado relevante. Un ejemplo de esto es la unión de Exxon y Mobil en 1999.

Una fusión se denomina “de extensión de mercado” cuando se produce entre potenciales competidores que operan en distintos mercados. La compra de Abbey National, en Inglaterra, por el Banco Santander en 2004 es un ejemplo de este tipo de fusión.

Una fusión es “vertical” cuando hay una relación de cliente o proveedor entre las partes que se fusionan. Un ejemplo de fusión vertical es la compra de Medco, un distribuidor farmacéutico, por parte de Merck en 1993.

Por último, están las fusiones “diversificadas”, que son aquéllas en las que las partes no son competidoras, ni existe entre ellas una relación de cliente o proveedor. Por ejemplo, ITT (International Telephone and Telegraph), inicialmente presente en el sector de las telecomunicaciones, adquirió en 1968 la cadena de hoteles Sheraton. Dentro de esta categoría hay un tipo especial de fusiones, “de extensión de producto”, que se da cuando dos empresas con productos complementarios (por ejemplo, cepillos y pasta de dientes) se fusionan.

Una fusión es de tipo horizontal cuando las empresas que la llevan a cabo pertenecen al mismo sector y están presentes en el mismo mercado relevante

La búsqueda de sinergias

En las fusiones y adquisiciones, la palabra *sinergia* se usa de manera constante; incluso, se abusa de este término. *Sinergia* proviene de un verbo del griego clásico que significa ‘trabajar conjuntamente’, ‘ayudar en el trabajo’, ‘cooperar’, etc., aunque también puede tener una connotación negativa, caso en el que significa ‘coludir’ o ‘conspirar’. Estos motivos más oscuros hacen que las agencias de competencia en Europa y Estados Unidos analicen detenidamente entre el 4% y el 5% de las fusiones que se producen para determinar si estas operaciones puedan causar algún perjuicio a los consumidores.

En el lenguaje financiero, una sinergia es el valor del trabajo conjunto de las empresas. Al final de este artículo se analizarán las distintas sinergias que pueden producirse en una fusión, con vistas a poder sacar partido de ellas.

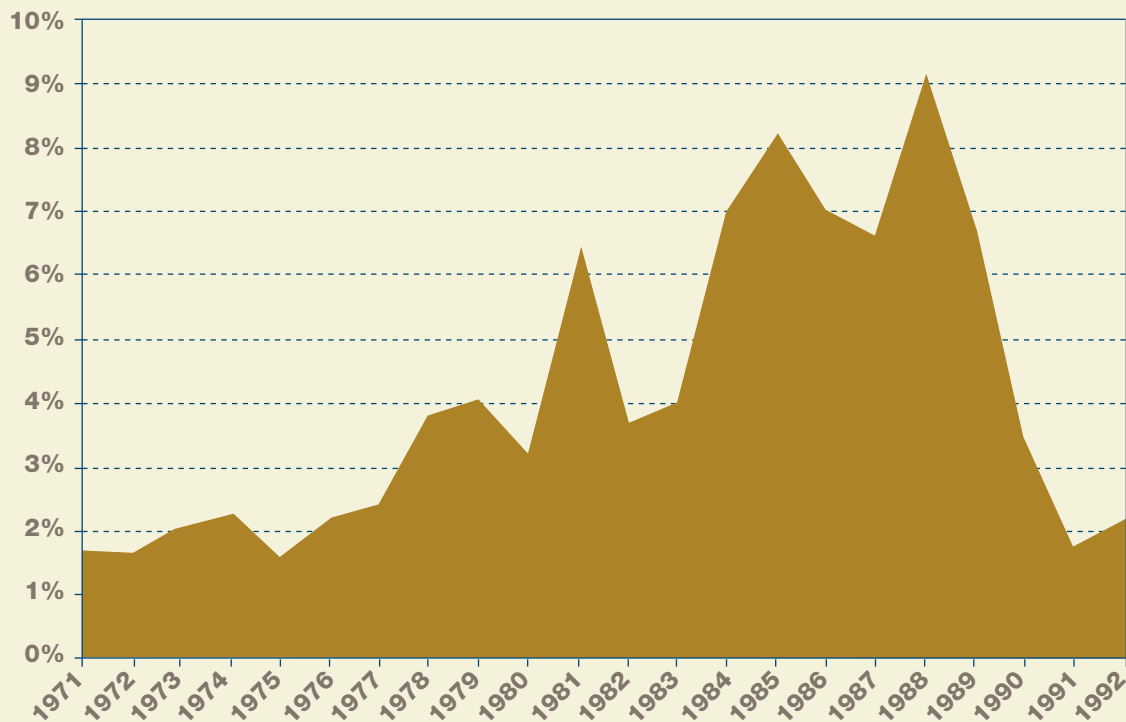
Tendencias en las fusiones y adquisiciones

A lo largo de la historia, las fusiones se han producido en oleadas. A partir de la segunda revolución industrial, a mediados del siglo XIX, se pueden distinguir cinco oleadas de fusiones, con un principio y un final bien definidos: de 1893 a 1903, de 1925 a 1929, de 1965 a 1970, de 1981 a 1990 y de 1995 a 2008. Por ejemplo, la cuarta oleada de fusiones y adquisiciones en Estados Unidos comenzó en 1981 y terminó en 1990 con la quiebra del banco de bonos basura Drexel Burnham Lambert en febrero de 1990, como se puede ver en el CUADRO 1.

En cada oleada de fusiones hay ciertos sectores especialmente afectados. Una fusión es la forma en la que las empresas responden a cambios tecnológicos, normativos, de oferta o de demanda en su sector. Por ejemplo, muchas de las fusiones que se

CUADRO 1

Cuarta oleada de fusiones y adquisiciones: valor de las fusiones y adquisiciones en Estados Unidos como porcentaje de capitalización de mercado



Fuentes: Mergerstat y World Exchange Federation.

llevaron a cabo en los años ochenta se produjeron en empresas de alimentos ante la caída de la natalidad en el mundo desarrollado. En esta última oleada de fusiones ha cambiado el sector de la minería, en el que los precios de los metales básicos han experimentado grandes *shocks*.

Además, se observa que las oleadas se han hecho cada vez más fuertes y frecuentes. En el año 2007 se llevaron a cabo cada día 41 fusiones en Europa, 29 en Estados Unidos y 29 en Asia. La razón por la que se ha producido esta aceleración es que los cambios fundamentales que afectan a los sectores se han hecho más frecuentes. Esto es una señal de que la “destrucción creativa” propia del capitalismo cuando nacen nuevas tecnologías y sectores se ha hecho más vibrante.

Aunque las grandes fusiones son las que atraen los titulares de los periódicos, la gran mayoría de las fusiones las llevan a cabo empresas pequeñas. En los primeros ocho meses de 2009, el tamaño medio de una fusión en Estados Unidos, Europa y Asia fue de 69, 65 y 51 millones de dólares, respectivamente. En 2003, en Estados Unidos, el 88% de las fusiones eran de menos de 50 millones de dólares.

Los estudios empíricos llegan de forma unánime a la conclusión de que los accionistas que venden sus empresas obtienen ganancias significativas. Este resultado tiene una explicación teórica en el caso de empresas que cotizan en bolsa: los accionistas vendedores no tienen ningún incentivo para ofrecer sus títulos en una oferta pública de adquisición (OPA) a menos que el comprador pague todos los beneficios esperados de tal compra. Este efecto queda un poco diluido en el caso de empresas que no cotizan en bolsa, lo que representa una oportunidad para quienes compran este tipo de empresas.

Aunque hay más de cien estudios empíricos que analizan el desempeño de las fusiones desde el punto de vista del comprador, no existen resultados tan concluyentes para los que venden sus empresas. Para quienes compran, cualquier resultado es posible. Así, por ejemplo, en *Applied Mergers and Acquisitions* (2004), de Robert Bruner, hay 105 estudios del desempeño de los compradores: en 41 de ellos se encuentra una creación de valor significativa; en 27, una destrucción de valor significativa; y en 41 no se hallan pruebas estadísticamente concluyentes. De hecho, ni siquiera existe un concepto claro de lo que significa “ir bien”. Por ejemplo, si una fusión amortigua (pero no detiene) la caída de las empresas que se fusionan en un sector en irremediable declive, ¿se trata de un fracaso o de un éxito?

Las agencias de la competencia en Europa y Estados Unidos analizan detenidamente entre el 4% y el 5% de las fusiones que se producen para determinar si estas operaciones pueden causar algún perjuicio a los consumidores

Michael Porter tiene una perspectiva interesante sobre el tema. Fruto de su estudio de los programas de adquisición de 33 empresas industriales estadounidenses durante medio siglo, Porter llega a la conclusión de que la mayoría de las compras supusieron un “fracaso estratégico”, que considera que se produce cuando el comprador se ve obligado a deshacer su adquisición en un período de cinco años o menos. El índice de fracaso ascendía al 48% cuando las empresas invertían en sectores relacionados y al 61% cuando invertían en sectores que no lo estaban. Es más, Porter encontró que incluso las mejores organizaciones tienen un alto porcentaje de fallos estratégicos en sus compras. Las once mejores empresas tuvieron que deshacerse del 21% de sus compras en sectores relacionados y del 34% de sus compras en sectores no relacionados.

Los estudios empíricos no han descubierto un ingrediente mágico que funcione siempre y para todas las empresas, pero existen indicios que ofrecen una

idea de si una fusión prosperará o no. Se considera que son indicios positivos que la compra se realice en efectivo, que sea una adquisición hostil, que sea una compra de una empresa no cotizada en bolsa o que sea una compra para extender el mercado. Entre los malos indicios se encuentran los casos de una compra pagada con acciones, de una adquisición amistosa sin cambio de la alta dirección de la empresa comprada o de una compra de diversificación. También son malos indicios que el diseño de la fusión tenga gran complejidad, que exista poco espacio de maniobra o que las empresas que se fusionen se basen en premisas poco realistas. Esto explica por qué las grandes fusiones tienen más probabilidades de fracasar. De cualquier forma, es importante recalcar que los indicios son sólo eso y que, aunque una fusión tenga buenos indicios, puede no alcanzar un buen resultado.

Ante tanto riesgo, cabe preguntarse por qué las empresas siguen fusionándose. Una de las respuestas es que las fusiones son la forma lógica de enfren-

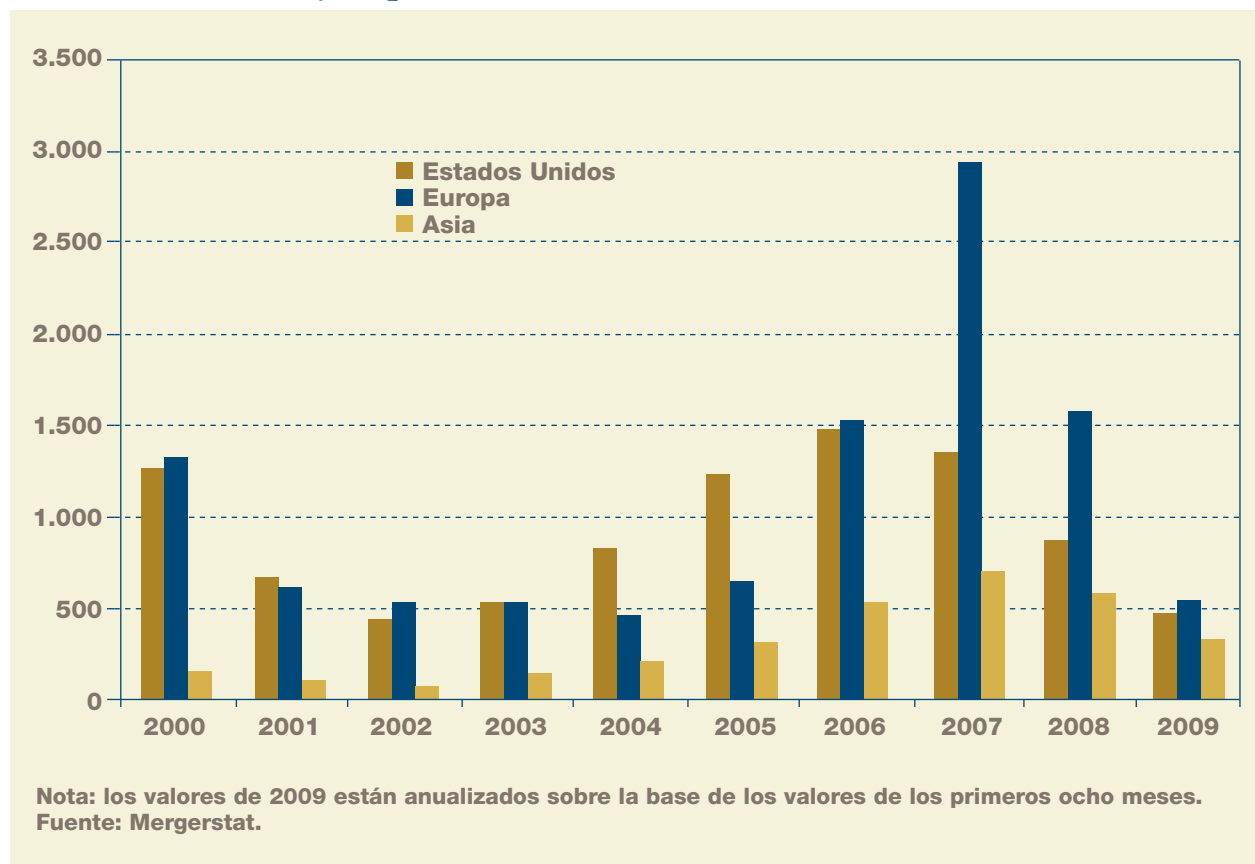
tarse a la turbulencia económica, tanto en época de bonanza como de crisis. Otra explicación de la popularidad de las fusiones es que muchos compradores piensan que su caso es diferente al de los demás, y de hecho algunas veces lo será. Finalmente, incluso para empresas con una firme política de crecimiento orgánico, estas operaciones son la única forma de extender el mercado. Por ejemplo, aunque dentro de Estados Unidos el crecimiento de Wal-Mart haya sido orgánico, fuera de su país de origen esta organización ha llevado a cabo adquisiciones exitosas, como la de Asda en Inglaterra en 1999.

Cambios notables en los últimos años

En las primeras cuatro oleadas de fusiones, Estados Unidos ha sido el escenario principal y dominante. A partir de la quinta, Europa desempeña un papel tan importante como Estados Unidos o incluso más, como muestra el CUADRO 2.

CUADRO 2

Valor de las fusiones y adquisiciones (miles de millones de dólares)



El cambio en Europa es especialmente interesante, ya que, aunque presenta ciertas características, es un presagio de lo que puede ocurrir en otras regiones del mundo. Un elemento propio de Europa que ha propiciado las fusiones es la mayor integración económica; por ejemplo, la adopción de una moneda única ha eliminado el riesgo cambiario en las fusiones de empresas situadas en los países de la zona del euro. Otros elementos específicamente europeos son la liberalización de ciertos sectores y la mayor disposición de las empresas familiares a vender en comparación con situaciones precedentes. Éstos son algunos de los cambios que se han operado en Europa y que pueden darse en el resto del mundo.

Aparte de Europa, la zona de Asia y el Pacífico se ha convertido en un mercado importante para las fusiones y adquisiciones en los últimos diez años, como muestra el CUADRO 3.

Otro elemento nuevo en el mundo de las fusiones y adquisiciones es la aparición de compradores de mercados emergentes. Algunos ejemplos de esto son Cemex, de México, Tata Motors, de la India,

o Lenovo, de China, que han adquirido empresas en países desarrollados con bastante éxito.

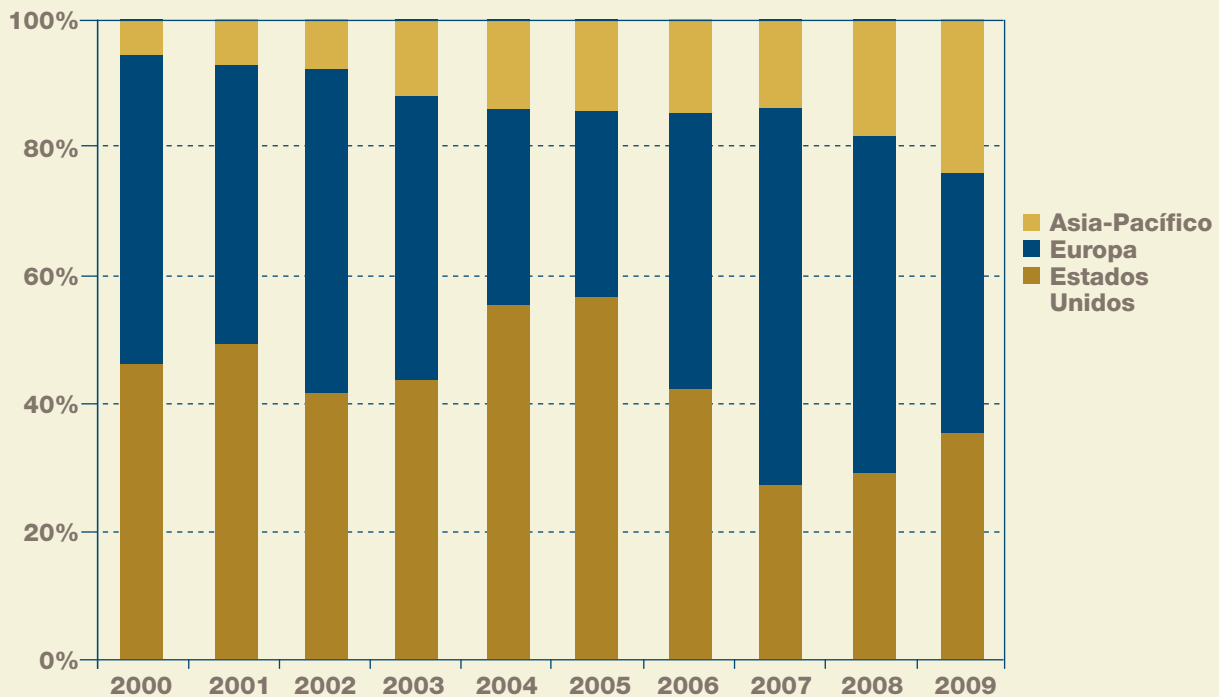
Entender y aprovechar las sinergias de la fusión

Una de las mejores prácticas es entender los tipos de sinergias de la fusión y tener un plan coherente para desarrollarlas. Se discutirá cómo aprovechar las sinergias usando la categorización que desarrolló Porter en 1987:

- 1. Sinergias temporales por reestructuración.** En este negocio se mueven muchos fondos de *private equity*, que se dedican a adquirir una empresa y a ponerla a punto para posteriormente venderla. Propiamente hablando, esto no es una sinergia, ya que no hay una segunda empresa que trabaje conjuntamente con la empresa comprada. Sin embargo, sí es una mejora válida. Por ejemplo, algunas de estas adquisiciones se hacen para reorganizar empresas que se encuen-

CUADRO 3

Número de fusiones por regiones (2000-2009)



Fuente: Mergerstat.

tran en dificultades financieras o que están pasando de una propiedad familiar a otra forma de accionariado. Algunas reestructuraciones dependen del ciclo económico, ya que necesitan financiación bancaria. Por otra parte, hay nichos, como el de los *vulture funds*, que reorganizan empresas que se encuentran o están a punto de entrar en concurso de acreedores. Estos fondos tienen más actividad precisamente en los momentos de crisis financiera.

- 2. Sinergias temporales por traspaso de destrezas.** Estas sinergias se producen cuando una empresa con destrezas, por ejemplo, en el campo del marketing o de la logística quiere comprar, arreglar y vender otra empresa con un desempeño inferior. Aunque este tipo de sinergias está bien definido, parece que no es el que se busca antes de una fusión. No obstante, supongamos que la fusión ya se ha producido y que no existen sinergias permanentes. En ese caso, la empresa compradora deberá decidir si lo mejor es quedarse más tiempo para transmitir ese *know-how* a la empresa adquirida para posteriormente venderla o si, por el contrario, la mejor opción es deshacer la compra lo antes posible.

Los estudios empíricos no han descubierto un ingrediente mágico que funcione siempre y para todas las empresas, pero existen indicios que ofrecen una idea de si una fusión prosperará o no

- 3. Sinergias permanentes por gestión conglomerada.** Esto es conocido como *portfolio management*, que consiste en compartir el capital humano y la visión del grupo. Un posible objetivo del *portfolio management* es reducir el riesgo de estrés financiero mezclando los flujos de caja de distintos negocios. Aunque hay grupos, como General Electric, que han aplicado estas teorías con algún acierto, la evidencia empírica demuestra que es muy difícil conseguir este tipo de sinergia en la práctica.
- 4. Sinergias permanentes para compartir actividades esenciales.** Estas actividades compartidas pueden ser, por ejemplo, la distribución, las compras, etc. La mayoría de las fusiones entre empresas se llevan a cabo hoy con el propósito de generar este tipo de sinergias. La evidencia empírica indica que el rango de resultados es inmenso: algunas de estas operaciones pueden ser positivas y correctamente ejecutadas; otras parten de un planteamiento adecuado, pero con una ejecución que no acompaña; y otras, finalmente, parten de ideas malas, cuya ejecución realmente no es relevante.

Cabe destacar que existe una estrecha relación entre las primas de control y las sinergias. Las primas de control se basan en que la empresa compradora cambiará la estrategia de la adquirida y en que este cambio generará sinergias. Por tanto, el comprador debería estar dispuesto a pagar más por ese cambio de control en el caso de generarse más sinergias. Las fusiones de iguales pagan menos primas de control, ya que, al mantener parte del control ambas empresas, eso significa que no habrá un cambio de estrategia tan radical.

Una nueva perspectiva sobre el exceso de caja

Uno de los elementos que afectan a la estructura óptima de capital ha sido un factor muy importante en esta crisis: la flexibilidad. Antes de la crisis, los académicos y los analistas financieros veían con recelo a las empresas con deuda baja o con exceso de caja. Sin embargo, la crisis financiera ha demostrado que las organizaciones que presentaban excesos de tesorería han podido hacer compras que en otros tiempos habrían resultado imposibles o excesivamente costosas.

En los años 2008 y 2009, por ejemplo, empresas con exceso de dinero en el sector farmacéutico (Pfi-

zer compra a Wyeth), fabricantes de *software* (Oracle compra a Sun) o bancos menos apalancados (JP Morgan compra a Washington Mutual) han aprovechado para adquirir otras organizaciones a un precio relativamente ventajoso. Todavía no está claro si estas compras se integrarán bien, pero el precio favorable es un elemento que ayuda a los adquirentes. Inversamente, el alto endeudamiento ha causado problemas incluso a algunas empresas bien gestionadas, que han tenido que salir a vender “las joyas de su corona”.

Dos elementos necesarios: buen diseño de la compra y buena ejecución

Para que una fusión genere las sinergias deseadas, son necesarios tanto un buen diseño de la compra como una buena ejecución de la absorción. Los dos elementos son necesarios y secuenciales: si no hay un buen diseño, será imposible que la operación se desarrolle correctamente; no obstante, un buen diseño no garantiza en modo alguno una buena ejecución.

1. Elementos de un buen diseño

Pactar un precio razonable

Aun mucho antes de esta crisis, algunos economistas totalmente ortodoxos han observado que el valor de una empresa no es lo mismo que su precio y que la diferencia es lo que se denomina “ruido”. La meta de la valoración en una compra es llegar a una horquilla de precios a partir de la cual las partes puedan negociar. El intento fracasado de fusión entre Yahoo y Microsoft en 2008 se debió principalmente a que las partes no tenían precios de referencia mínimamente compatibles.

A grandes rasgos, la valoración en una fusión tiene que considerar cuánto vale cada una de las empresas por separado y cuánto valen las sinergias que se pueden generar una vez que las organizaciones se fusionen. En la valoración de sinergias se utiliza el mismo método que en la valoración de empresas: analizar la reacción directa del mercado, los múltiplos de compras parecidas y los descuentos de flujos de caja. Como con toda valoración, se busca un rango de resultados que indique cuánto valen las empresas fusionadas:

$$V(\text{Comprador} + \text{Vendedor}) = V(\text{Comprador}) + V(\text{Vendedor}) + \text{Sinergia}$$

Las primas de control se basan en que la empresa compradora cambiará la estrategia de la adquirida y en que este cambio generará sinergias

En principio, el comprador estará dispuesto a pagar un precio (P) que será inferior al valor del vendedor más las sinergias, mientras que el vendedor cobrará al menos su valor de manera independiente:

$$V(\text{Vendedor}) < P < V(\text{Vendedor}) + \text{Sinergia}$$

Esto indica que el vendedor tratará de inflar su valor $V(\text{Vendedor})$ y el comprador tratará de no sacar a relucir todo el valor de las sinergias. Estos incentivos les harán contratar a banqueros que justifiquen sus deseos. Como inversor, por tanto, hay que conocer los pronósticos de cada parte y analizarlos con una sana dosis de escepticismo.

Efectuar una correcta ‘due diligence’

Otro elemento importante para el diseño de una compra es llevar a cabo un estudio efectivo y pormenorizado de la empresa que se pretende adquirir. La *due diligence* debe incluir el análisis de aspectos legales y contables, entre muchos otros, pero el riesgo reside en que degeneren en un mero formalismo. El propósito fundamental es que el comprador entienda bien qué es lo que va a adquirir, que sepa si la empresa objeto de adquisición es compatible con la compradora y que sea consciente de to-

dos los defectos potenciales. Una de las consecuencias de un buen trabajo de *due diligence* es entender cómo motivar a las personas clave en estos procesos de fusión, para evitar así cualquier fuga de capital humano, muchas veces irremplazable. Otro de los elementos que se deben incluir en este análisis previo es el desarrollo de planes de contingencia para estar preparado en caso de que la operación no salga como inicialmente se esperaba.

Emplear la claridad y la sencillez

En el lenguaje de las fusiones hay una serie de decisiones que se conocen como “temas sociales”, en los que se deciden asuntos como qué directivos se quedarán en la empresa fusionada, dónde se situará la sede de la empresa, qué nombre y marca tendrá, etc. Aparte del precio, éstos son los temas que más conflicto generan. Si es posible, es mejor esclarcerlos cuánto antes con objeto de evitar la fuga de profesionales clave que no están dispuestos a aguantar la incertidumbre de los procesos de fusión. Además, en caso de que se produzca una adquisición que no afecte al 100% de una empresa, será necesario determinar los mecanismos para comprar o vender el porcentaje restante. Por ejemplo, si la compra del 51% se ha pactado a un precio P por acción, se dará una opción de compra al vendedor por un precio $P + Y$ y una opción de venta al vendedor con un precio $P - X$ para finiquitar el 49% restante. La importancia de la sencillez radica en evitar que los procesos tengan más complejidad de la estrictamente necesaria y así reducir al máximo la posibilidad de fracaso.

2. Elementos de una buena ejecución

Como ya se ha señalado antes, no existe una receta mágica para una buena ejecución, algo que pueden confirmar empresas acostumbradas a este tipo de operaciones y que, sin embargo, también en ocasiones comenten fallos espectaculares. En términos generales, lo que sí se sabe es que, en la ejecución de la fusión, el director financiero pasa de ser un jugador clave a ser un miembro más del equipo de gerentes funcionales. En otras palabras, gran parte de la responsabilidad se traslada a los directivos encargados de la operación.

Se dice que los mejores generales son aquéllos que no se sabe muy bien cómo ganaron una guerra. Esto se debe en parte a que estos generales no de-sean revelar sus mejores estrategias y a que, en una situación tan compleja como una guerra, hay decisiones que se toman usando la razón implícita que son imposibles de explicar posteriormente de una manera sistemática. Esto puede aplicarse a casos de éxito de fusiones y adquisiciones. Por ejemplo, cuando Compaq y Hewlett-Packard anunciaron su fusión en 2001, los accionistas y el propio mercado tuvieron muchas dudas. A pesar de esta incertidumbre inicial, nadie duda de que esta fusión ha resultado todo un éxito. Hay elementos de la fusión que sin duda se pueden copiar, pero hay otros que responden sólo al momento y a la situación específicos en los que se encontraban ambas empresas.

Conclusión

El mundo de las fusiones y adquisiciones tiene algunos misterios. Sin embargo, son menos de los que parecen a primera vista. Para un empresario, quizá lo importante es entender cómo la unión de dos empresas creará valor, no de una manera general, sino concreta y prácticamente. Esto requiere un análisis previo serio, que llevará a un precio de compra razonable y a una serie de planes de contingencia. La ejecución de una buena fusión es en parte un arte e incluso las empresas más experimentadas pueden tropezar. Por esta razón, debe haber una buena dosis de profesionalismo al planear la operación, de flexibilidad para ajustarse a la realidad y de humildad cuando fallan las previsiones. ■

«Fusiones y adquisiciones: cómo generar sinergias». © Ediciones Deusto. Referencia n.º 3500.

Si desea más información relacionada con este tema, introduzca el código 21025 en www.e-deusto.com/buscadorempresarial