

Empresas

Juan Carlos Vidal
Director
KPMG Perú



En un proceso de adquisición de acciones:

PRIMAS DE CONTROL EN LA VALORIZACIÓN DE NEGOCIOS

Este artículo analiza las razones que pueden dar lugar a incorporar una prima por control como parte de un proceso de adquisición de acciones de una empresa así como algunas consideraciones para su valorización.

Es frecuente que en los procesos de adquisición de acciones de una compañía el comprador pague un precio mayor al valor razonable de dichas acciones. En algunos casos, cuando el comprador adquiere más del 50% de las acciones, tomando así el control del negocio, parte de este sobreprecio puede estar explicado por la denominada prima por control.

Motivación para pagar por una prima de control

En la práctica, la disposición a pagar una prima por control surge únicamente cuando se piensa que a través de la toma de control del negocio, el adquirente puede introducir mejoras en su gestión y, por ende, generar un mayor valor que el que venía proyectándose con la anterior gestión. Es decir, la disposición a pagar una prima por control surge cuando se estima que el comprador tiene la posibilidad de realizar una mejor administración del negocio que la que venía siendo ejercida por los anteriores propietarios.

Las mejoras que suele considerar la nueva gestión van desde el ámbito puramente financiero, incluyendo modificaciones en la estructura deuda-capital de la empresa o la búsqueda de fuentes más eficientes de financiamiento tales como la emisión de bonos corporativos, hasta el ámbito estratégico, a través de una mejor identificación de las ventajas competitivas de la compañía y la maximización de la explotación de dichas ventajas, incluyendo decisiones de mayor o menor inversión en rubros como investigación y desarrollo de nuevos productos, entre muchas otras. Así, las primas por control suelen surgir en la compra de aquellos negocios que se piensa que no están siendo administrados con las mejores prácticas disponibles.

Según la información pública extraída de la base de datos de Capital IQ, las transacciones cerradas de fusiones y adquisiciones de bloques patrimoniales en el Perú, de enero a julio de 2016, ascendieron a alrededor de USD 664 millones. De este total, las transacciones en las cuales se adquirió más del 50% de un negocio, dándose así una toma de control, sumaron unos USD 463 millones. Es decir, alrededor del 52% de las transacciones ocurridas involucró una toma de control. Pese a que no se dispone de información pública confiable sobre en cuántos de estos casos se pagó una prima por control, se sabe que este tipo de primas no son infrecuentes en las transacciones en nuestro mercado.

Valorización de la prima de control

En este sentido, durante los procesos de valorización de negocios suele surgir la pregunta de cómo valorizar dicha prima. Desde una

perspectiva académica, la medición de esta prima toma como punto de partida la identificación de cuáles son las mejoras en la gestión del negocio que se piensa que pueden ser introducidas por el comprador, una vez que haya asumido el control, y la estimación de cómo dichas mejoras impactarán sobre la generación de flujos de efectivo futuros del negocio. Durante este proceso, también debe considerarse cuál es la probabilidad de que dichas mejoras efectivamente se implementen con éxito y den los resultados deseados, pues es conocido que los procesos de integración posadquisición suelen ser muy complicados y se caracterizan por el surgimiento de situaciones imprevistas y por la natural resistencia al cambio de parte de los colaboradores del negocio adquirido, lo cual dificulta y, en algunos casos, podría llegar incluso a impedir la implementación de mejoras en la gestión.

Es importante definir que existen diferencias entre (i) el sobreprecio, o la prima de valor, por derechos diferenciados entre tipos de acciones, y (ii) el sobreprecio en el valor de un negocio. El primer punto se refiere al sobreprecio que tiene una acción con derecho a voto (acción clase 1) con respecto a una acción sin derecho a voto (acción clase 2). Esta prima será menor o nula en países que cuentan con mercados de valores desarrollados, así como con buenas estructuras para la protección de accionistas minoritarios. Por otro lado, el segundo punto se refiere al mayor valor pagado sobre el valor razonable de los flujos de caja estimados para la compañía, es decir, el monto pagado incluye la sinergia que conllevará a obtener mayores flujos de caja. Como se mencionó anteriormente, esto último ocurre principalmente en tomas de control de un negocio (50% a más del total de acciones de una compañía) donde la nueva administración estima que puede generar un mayor valor al negocio.

Un error frecuente que surge al valorizar negocios es sumar una prima de control al valor total del mismo por el solo hecho de que los accionistas con derecho a voto podrían considerar que sus acciones tienen un mayor valor. Sin embargo, este concepto no es correcto, dado que el valor de la compañía es independiente de la estructura de las acciones de aquella. Por lo tanto, solo se deberá considerar un sobreprecio cuando el comprador o la nueva administración esperen efectivamente obtener mayores flujos de caja que los generados por los actuales propietarios.

En conclusión, durante los procesos de fusiones y adquisiciones, es importante que las partes evalúen si existe posibilidad de generar mayor valor al negocio a partir de una mejor administración y, a partir de ahí, considerando la facilidad o dificultad para implementar dichas mejoras en la administración, evaluar cuál es la prima que el comprador estaría dispuesto a pagar por tomar control del negocio. Este ejercicio permitirá optimizar la negociación para cada una de las partes.