

INDICE

Introducción	XV
1. Razones económicas de las fusiones y adquisiciones de empresas	1
1.1 la sinergia como objetivo básico	2
1.2. principales razones para llevar acabo una fusión	
1.2.1. integración horizontal y sinergia operativa	5
1.2.2. economías de integración vertical	9
1.2.3. eliminación de una gestión ineficiente	10
1.2.4. ventajas fiscales no aprovechadas	11
1.2.5. las fusiones como empleo de fondos excedentes	12
1.2.6. combinación de recursos complementarios	14
1.3. Razones discutibles para llevar a cabo una fusión	
1.3.1. la diversificación del riesgo	15
1.3.2. motivaciones de los directivos	18
1.3.3. efecto sobre los beneficios por acción	20
1.3.4. menores costes de financiación: sinergia financiera	21
1.3.5. crecimiento	
1.3.6. gangas	24
1.3.7. otros motivos	25
1.4. Formas de realizar la adquisición	
1.4.1. adquisición por fusión	28
1.4.2. adquisición de acciones y OPA	
1.4.3. adquisición de ACTIVOS	30
1.4.4. La compañía tenedora o holding	
1.5. ¿Por qué fracasan las fusiones?	32
1.5.1. el seguido de KPMG Peat Marwick	33
1.5.2. algunas ideas complementarias	34
Bibliografía	37
2. La búsqueda de la empresa a adquirir	
2.1. introducción	39
2.2. los objetivos empresariales	
2.2.1. ¿En que sector industrial o de servicio?	42
2.2.2. ¿En que productos?	43
2.2.3. ¿En que mercado desea establecerse?	
2.2.4. ¿Qué cuota de mercado se pretende conseguir?	44
2.2.5. ¿Qué crecimiento de la compañía se pretende conseguir?	
2.2.6. ¿Qué inversión de capital va a ser necesaria?	46
2.2.7. ¿Por qué expandirse en el extranjero?	48
2.2.8. ¿En que país se realizará la adicción?	
2.2.9. ¿Cuál es el riesgo soportado?	50
2.3. Criterios de selección	52
2.4. La investigación de los candidatos	54
2.5. El papel de los bancos de inversión	57
2.5.1. listado de los principales servicios ofrecidos por un banco de inversión en fusiones y adquisiciones	60
Bibliografía	62
3. Fusiones y adquisiciones negociadas	63

3.1. introducción	
3.2. El proceso de compra de una empresa	65
3.2.1. el mediador	
3.2.2. la persona a contactar inicialmente	66
3.2.3. la reunión inicial	67
3.2.4. las reuniones posteriores	68
3.2.5. la motivación del comprador	
3.3. el proceso de venta de una empresa	69
3.3.1. ¿Por qué se vende una compañía?	70
3.3.2. ¿A quien se debe vender la empresa?	71
3.3.3. Problemas a los que se enfrenta el vendedor	72
3.3.4. tácticas del vendedor	73
3.3.5. el cuaderno de venta	74
3.3.6. la carta de confidencialidad	75
3.4. la negociación	
3.4.1. características del buen negociador	77
3.4.2. algunas tácticas a utilizar	
3.5. la cuestión del precio	81
3.6. la carta de intenciones	82
3.7. el anuncio de prensa	86
3.8. defectos que pueden arruinar una adquisición	88
Bibliografía	90
Apéndice: Ejemplo de cartas iniciales y carta de confidencialidad	92
4. Adquisiciones hostiles	
4.1. introducción	97
4.2. la adquisición de un paquete de acciones	100
4.3. las ofertas iniciales	102
4.4. la delegación de voto (Proxy)	105
4.4.1. requisitos	106
4.4.2. defensa	107
4.4.3. costes	
4.5. Algunas armas tácticas ofensivo-defensivas	108
4.5.1. el abrazo del oso (bear hug)	
4.5.2. la campaña de prensa	109
4.5.3. comparación de resultados	110
4.5.4. la promesa de dividendos	
4.6. caballeros blancos y tiburones financieros	111
4.6.1. el caballero blanco (White Knight)	
4.6.2. el tiburón financiero (corporate raider)	113
4.6.3. el caballero negro (Black Knight)	116
4.6.4. acuerdos de salvaguardia (standstill agreements)	
4.7. La píldora venenosa (poison pill)	117
4.7.1. composición	118
4.7.2. la conversión	119
4.7.3. otros países de píldoras	122
4.7.4. precauciones	
4.7.5. casos	123
4.8. el suicidio como estrategia	
4.8.1. la tierra quemada	125

4.8.2. la venta de las joyas de la corona	
4.8.3. le crecimiento como defensa	
4.9. la recapitalización apalancada	126
4.9.1. desventajas	127
4.9.2. casos	128
4.10. La defensa come cocos (pac man defense)	130
4.10.1. el precio del riego	131
4.10.2. duración	133
4.10.3. objetivos de su utilización	134
4.11. la defensa “bloqueo” (lock up)	
4.11.1. estrategias	135
4.12. repelentes antitiburón	136
4.12. 1. el consejo escalonado	137
4.12.2. la súpermayoría	138
4.12.3. reducir la liquidez del agresor: el precio justo	139
4.1.2.4. los contratos blindados o parecidas dorados	140
4.13. la autoOPA	142
4.14. La elección del sistema defensivo apropiado	
4.14.1. el tiempo	144
4.14.2. la composición del capital	145
4.14.3. las defensas antiOPA	146
4.14.4. el coste de las defensas antiOPA	149
4.15. tipos de OPA	
4.15.1. OPA estratégica	150
4.15.2. OPA táctica	151
4.15.3. OPA metafórica	152
4.15.4. OPA complementaria	153
4.15.5. la OPA diversificadota	154
4.15.6. la OP Amanía	155
4.15.7. OPA sinérgica	
Bibliografía	156
Ejercicios	158
5. La compra de empresas mediante apalancamiento financiero (I): LBO	161
5.1. introducción	
5.2. las características que deben tener un candidato a ser adquirido mediante un LBO	165
5.3. los componentes de un LBO	166
5.3.1. el proceso del LBO	168
5.4. el comprador	169
5.4.1. opciones sobre acciones para los directivos	
5.5. los prestamistas principales	172
5.5.1. garantías y plazo de la deuda principal	173
5.5.2. el tipo de interés	174
5.5.3. información a tener cuneta por los prestamista	
5.6. los prestamistas subordinados	175
5.6.1. cantidad de deuda de entresuelo a emitir	177
5.6.2. algunas características de la financiación de entresuelo	178
5.6.3. características de los bonos de alto rendimiento	179

5.6.4. los bonos basura como instrumento financiero	181
5.6.5. títulos híbridos	182
5.7. inversores en acciones	185
5.8. el vendedor	187
5.9. el banco de inversión	188
5.10. el análisis del riesgo en los LBO	189
5.11. conflictos de interés en los MBO	190
5.11.1. MBO versus obligaciones	192
5.12. impacto del LBO en la dirección de la empresa	
5.12.1. cambios en la estructura de la propiedad	194
5.12.2. cambios en la estructura del activo	
5.12.3. cambios en la estructura organizativa	196
5.13. El LBO en la actualidad	197
Bibliografía	199
Ejercicios	202
Apéndice: las agencias de calificación o rating	206
6. La compra de empresa mediante apalancamiento financiero (II): LBU y LESOP	211
6.1. introducción	
6.2. la acumulación apalancada (leveraged Buy out)	213
6.3. elementos fundamentales del LBU	214
6.4. problemas que deben encarar los prestamistas en un LBU	
6.5. la financiación de un LBU	216
6.5.1. estructuras de capital básicas	217
6.5.2. composición de la estructura de capital del LBU	219
6.6. Los ESOP apalancados	221
6.6.1. concepto de ESOP apalancado	222
6.7. ejemplo de cómo realizar un ESOP apalancado	225
6.8. análisis de un ESOP apalancado como fuente de financiación	
6.8.1. financiación tradicional por aumento de capital	227
6.8.2. financiación tradicional mediante deuda	228
6.8.3. financiación tradicional un ESOP apalancado	230
6.9. ESOP versus "Employee Stock Option Plan"	235
Bibliografía	237
Ejercicios	238
7. Otras formas reestructuración empresarial	
7.1. introducción	239
7.2. motivos para segregación un aparte de la empresa	240
7.3. la escisión parcial de la empresa a terceros	245
7.3.1. el proceso de la escisión de un activo	246
7.3.2. valoración financiera de las escisiones	247
7.4. la segregación de un activo a los accionistas (spin-off)	248
7.5. oferta pública de venta de parte de una filial	251
7.6. la exclusión del mercado de valores	254
7.7. la recompra de las acciones	256
7.7.1. el punto de vista de los inversores	
7.7.2. ¿Decisión de inversión o de financiación?	258
7.7.3. el proceso de la recompra de acciones	259
Bibliografía	261

Ejercicios	262
8. La valoración de la empresa (I): el coste del capital	
8.1. introducción	265
8.1.1. la valoración de las empresas que cotizan en bolsa	
8.1.2. el valor como defensa ante la amenaza de un adquisición hostil	267
8.1.3. la valoración de las empresas que no cotizan en bolsa	268
8.2. el coste del capital	270
8.3. el coste de las deudas	271
8.4. el coste de las acciones preferentes	
8.5. el coste de las acciones ordinarias	274
8.5.1. el modelo de crecimiento de dividendos	275
8.5.2. el modelo de valoración de activos financieros (CAMPM)	276
8.5.3. el modelo de valoración por arbitraje (APM)	279
8.5.4. Cuando la empresa ya no cotiza en bolsa	
8.6. el coste del capital medio ponderado	281
Bibliografía	282
Ejercicios	283
9. La valoración de la empresa (II)=: dividendos y multiplicadores	
9.1. el modelo de valoración de acciones basado en los dividendos esperados	285
9.1.1. el valor de las oportunidades de crecimiento futuras	290
9.1.2. el caso de los dividendos crecientes en tres etapas	291
9.1.3. limitaciones del modelo de Gordon-Shapiro	294
9.2. la valoración de las acciones en función de los beneficios: EL PER	295
9.2.1. el cálculo del precio teórico a través del PER	298
9.2.2. PER alto versus PER bajo	
9.2.3. EL PER en las fusiones y adquisiciones de empresas	300
9.2.4. limitaciones del calculo del PER	303
9.2.5. la utilización del PER	
9.2.6. EL PER y la valoración de las empresa que no cotizan en bolsa	304
9.3. El ratio precio-valor contable (PBVR)	305
9.3.1. la estimación del PBVR	306
9.3.2. el precio de la acción ordinaria en función del PBVR	
9.4. el ratio precio-ventas (PSR)	308
9.4.1. La estimación del PSR	309
9.4.2. El precio de la Acción ordinaria en función del PSR	311
Bibliografía	312
Ejercicios	313
10. La valoración de la empresa (III): el flujo de caja libre	
10.1. el flujo de caja libre para la empresa	321
10.2. principales componentes del flujo de caja libre	
10.2.1. ejemplo	325
10.2.2. los componentes del flujo de caja libre	327
10.3. principales elementos que crean valor en la empresa	328
10.3.1. el análisis historio de los flujos de caja libres	
10.3.2. análisis del rendimiento sobre la inversión (ROI)	329
10.3.3. El análisis de la tasa de inversión neta	330
10.3.4. la sostenibilidad de la tasa de rendimiento	
10.4. la estimación del valor residual	331

10.4.1. el crecimiento perpetuo del FCL	332
10.4.2. la formula de la convergencia	334
10.4.3. PER y PBVR	335
10.4.4. múltiplo del EBITDA	337
10.5. el calculo del valor de la empresa	338
10.5.1. las opciones sobre acciones para los directivos	340
10.6. el calculo del valor de las acciones a traes del flujo de caja libre para los accionistas	341
10.6.1. el modelo de crecimiento en dos etapas	342
Bibliografía	344
Ejercicios	346
11. La valoración de la empresa (IV): casos especiales	
11.1. empresas con beneficios cíclicos	353
11.1.1. el ajuste de la tasa esperad de crecimiento con respecto al ciclo económico	354
11.1.2. beneficio normalizado ara el año base	356
11.1.3. estimar flujos de caja detallados durante el periodo de transición	357
11.2. empresas con problemas financieros	
11.2.1. empresa con problemas financieros solucionables	359
11.2.2. empresa con problemas financieros muy graves	362
11.2.3. empresa en dificultades que son de reciente creación y que no tienen compañías comparables	363
11.3. el valor de fragmentación	368
11.3.1. la estimación del valor de la empresa objetivo	369
11.3.2. los recursos financieros y su utilización	371
11.3.3. el análisis desvalor de fragmentación desde le punto de vista de la empresa	372
11.3.4. conclusión	
Bibliografía	373
Ejercicios	374
12. La valoración de la empresa (V): opciones reales	
12.1. introducción a las opciones	377
12.2. la valoración de las acciones a través de la teoría de opciones	378
12.2.1. algunos problemas que surgen al aplicar el modelo	382
12.2.2. variables que afectan al valor de las acciones ordinarias	387
12.3. la valoración de una empresa de reciente creación	388
12.4. la valoración de las empresas extractoras	390
12.5. la valoración de una patente	393
Bibliografía	394
Ejercicios	395
Apéndice 12.A. resolución del modelo de Black y Scholes a través de Excel	398
Apéndice 12. B. valor de una opción de compra como porcentaje del precio de la acción	399
13. La revisión del negocio, diligencia debida o due diligence, en procesos de fusiones y adquisiciones (Raúl J. Julián)	401
13.1. introducción	
13.2. el concepto de due diligence o diligencia debida	402
13.3. el due diligence y su coste en el proceso de una transacción	403

13.4. alcance del due diligence	
13.4.1. antecedentes	404
13.4.2. visión general del negocio	405
13.4.3. organización	406
13.4.4. análisis del negocio	408
13.4.5. análisis financiero	412
13.4.6. otros aspectos	417
13.5. el informe de due diligence	
13.5.1. la carta de contratación	419
13.5.2. la carta de representación	421
13.5.3. el informe de due diligence	422
Diccionario de términos técnicos de fusiones y adquisiciones de empresas (Español-Ingles; Ingles-Español)	425
Índice analítico	435