

Prima de Control
Publicada Julio 14 2007
Camilo Soto Franky
Socio Director Valfinanzas

Es interesante encontrar que en la literatura especializada en valoración de empresas hay permanente referencia al concepto de prima de control, pero muy poco material sobre cómo se calcula. Generalmente el tema es abordado desde la perspectiva de una oferta pública de adquisición (OPA), mediante la cual una empresa adquirente intenta hacerse al control de otra que cotiza en el mercado público de valores. Para aumentar la probabilidad de éxito en su intención, ésta ofrece un mayor precio a aquel que marcó la acción en un periodo reciente, generando un incentivo para que los accionistas de la empresa objetivo (target) acepten la oferta realizada y vendan sus acciones a la adquirente. Ese mayor valor se constituye en la prima de control que reciben los accionistas, a pesar de tener la condición de minoritarios en muchos casos.

A diario se conoce información de transacciones con esas características, en las que se involucran a compañías públicas en mercados de valores de gran tamaño y madurez, en las cuales la prima de control se estima entre el 20% y el 50% de mayor valor pagado por paquetes que otorgan el control a los adquirentes.

Sin embargo, en el caso colombiano en el que el número de empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia es reducido y que además se trata de un mercado en pleno desarrollo en comparación con aquellos en los que las OPA son un mecanismo de adquisición común, las referencias del exterior no resultan aplicables de manera directa. Por esto, para aterrizar a nuestro contexto empresarial, resulta clave analizar el fundamento que lleva a que un agente esté dispuesto a pagar una prima de control.

En tal sentido pueden identificarse dos factores, en principio. Por un lado, el hecho que el adquirente, al tratarse de un inversionista estratégico, tenga la posibilidad de generar sinergias que agreguen valor a la empresa adquirida y por el otro, el hecho de tener la discrecionalidad para decidir sobre el destino del flujo de caja libre.

El primer caso explica la razón por la cual en las ventas de Granbanco, Megabanco, Granahorrar y Ecogas, solo por citar algunas, en las cuales se dio un proceso de subasta y competencia, hubo un precio final muy superior al precio base fijado por el gobierno. El mayor valor lo pagó el jugador para quien el activo adquirido le permitía generar una mayor cantidad de sinergias y por ende, valor. Seguramente sucederá algo similar en el caso de las cinco electrificadoras que se privatizaran este trimestre, por las cuales los fondos de pensiones tendrán que competir si quieren hacerse al control de las mismas.

Por su parte, la prima de control explicada en la discrecionalidad sobre el destino del flujo de caja libre es mucho más concreta y directa de estimar. Este concepto se evidencia cuando se compara el flujo de caja al que accede un accionista minoritario sin ninguna discrecionalidad sobre las decisiones de la empresa, frente a la situación que tiene un accionista que controla la junta directiva que se reúne periódicamente y toma decisiones con la disponibilidad de caja de la empresa. Mientras que el accionista minoritario en la práctica sólo recibe el flujo de dividendos como flujo de caja que remunera las acciones que posee, el accionista con control, independientemente de llevarlo o no a su bolsillo, tiene la posibilidad de decidir y realizar inversiones que a su vez le generen un crecimiento y fortalecimiento de su riqueza.

De esta forma, en los casos en que se valora un paquete de acciones que directamente tiene el control o que lo definiría a favor de alguien, es racional calcular la prima en su valoración basándose en el flujo de caja libre, mientras que para paquetes minoritarios sin incidencia en el control, su valoración se basaría en el flujo de dividendos.

La riqueza del señor Slim la ha acumulado a partir de agregar inversiones con base en la disponibilidad de caja de sus compañías y no a partir de los dividendos que maneja en su cuenta corriente personal. Ese es un buen ejemplo para entender la naturaleza de la prima de control y para qué sirve en control de una empresa.