



FUSIONES & ADQUISICIONES: EL CASO DE FACEBOOK Y WHATSAPP

Autor: Paula Jiménez Falcón

Director: Óscar Martínez Martínez

MUF 2013/2014

INDICE

1.- Introducción

1.1 Fusiones y Adquisiciones

1.1.1. Tipología

1.1.2. El mercado M&A: las cifras

1.1.3. Justificación y objetivos del estudio

1.1.4. Metodología

2.- Análisis general de las F&A

2.1. Motivos teóricos que justifican las F&A

2.2. Fases en un proceso de F&A

2.3. Financiación de una F&A

2.4. Evidencia empírica sobre adquisiciones

3.- Las Compañías

3.1. El Sector: origen, características, modelo de negocio, evolución, principales actores

3.2. Facebook

3.3. Whatsapp

4.- Análisis Estratégico de la operación

5.- Análisis financiero de la operación: Valoración

5.1. Principales métodos de valoración

5.2. Valoración de Whatsapp

5.2.1. Valoración por Múltiplos

5.2.2. Valoración basada en descuento de flujos de caja

6.- Opiniones en los mercados y de expertos en Social Media

7.- Conclusiones

ABSTRACT

Las Fusiones y Adquisiciones de empresas (“Mergers and Acquisitions”) son un fenómeno que se da continuamente y de forma abundante en la economía actual y que tiene una gran importancia como planes estratégicos corporativos. Son un mecanismo digno de estudio, en primer lugar, por los distintos factores que las motivan y por otro lado, por el efecto que tienen sobre la economía real, los mercados financieros y sobre todo para las propias compañías implicadas. El objetivo es el análisis de este tipo de operaciones y la revisión de su evolución a lo largo de la historia y de sus principales características y factores que las motivan. Este artículo se va a centrar en el estudio del caso concreto de la operación de compra de “WhatsApp, Inc.” por la compañía “Facebook”. Se trata de una operación de gran relevancia en la historia de las Fusiones y Adquisiciones, no solo por el tipo de sector al que ambas pertenecen, el de las redes sociales, un negocio en auge y que actualmente está experimentando un boom en los mercados internacionales, sino sobre todo porque se trata de una de las más caras de la historia. La noticia ha tenido un importante impacto en los mercados financieros. En general, la sensación inicial por la altísima valoración de WhatsApp entre los analistas ha sido de sorpresa. Muchos han visto la operación con cierta desconfianza y ha suscitado todo tipo de comentarios y opiniones. El precio de la acción de Facebook, que cotiza en el mercado americano del sector tecnológico, Nasdaq, cayó tras anunciarse la noticia. Muchos analistas han puesto en duda la rentabilidad de la operación y se ha discutido si se ha pagado o no un precio demasiado alto por la misma. Por estas razones, parece interesante estudiar en profundidad esta operación que sólo el tiempo dirá si ha estado justificada y si el precio ha sido demasiado alto o por el contrario barato.

FUSIONES & ADQUISICIONES: EL CASO DE FACEBOOK Y WHATSAPP

1. Introducción

1.1. Fusiones y Adquisiciones

Las Fusiones y Adquisiciones (“*Mergers and Acquisitions*”, en inglés) son transacciones que se enmarcan dentro del mercado de “control de empresas” y constituyen un fenómeno que se ha desarrollado en forma de oleadas desde finales del siglo XIX hasta la actualidad. Se trata de operaciones empresariales cuyo estudio resulta de gran interés tanto por los distintos factores que las motivan como por el efecto que tienen sobre la economía real, los mercados financieros y fundamentalmente sobre las propias compañías implicadas.

1.1.1. Tipología

Son procesos por los cuales una empresa compra otra, o bien dos o más empresas se fusionan y están generalmente motivados por decisiones estratégicas. Para entender mejor qué es un proceso de este tipo, se examinan a continuación las diferentes operaciones en función de su tipología y de sus principales características, teniendo en cuenta que una fusión se puede definir desde una perspectiva legal o económica.

Desde un punto de vista legal, una **fusión** es una operación por la cual se produce una combinación de dos o más compañías, perdiendo todas excepto una su personalidad jurídica e integrándose todas las firmas para constituir una única entidad. La organización del conjunto quedará en manos y bajo el nombre de la compañía superviviente. Como paso previo a esta operación se lleva a cabo una negociación entre los equipos directivos de ambas entidades, que tendrá éxito cuando los directivos y accionistas de ambas empresas se pongan de acuerdo en aspectos significativos relativos a la operación, entre ellos el más importante, la valoración de la compañía. Se trata de la forma de F&A mas amistosa. Desde este punto de vista existen diferentes tipos de fusiones (DePamphilis, D. 2011).

- **Fusión por absorción** (*statutory merger*): es aquella operación por la que una empresa absorbe a una o más compañías, que se disuelven, incorporándose a la primera y operando bajo su nombre. No hay que confundir con una **consolidación estatutaria**, que es aquella en la que dos o más compañías se unen para formar una nueva originando la extinción de la personalidad jurídica de todas las instituciones incorporadas y que técnicamente no es una fusión. Las entidades que participan en la consolidación se disuelven para formar la nueva compañía, que normalmente adquiere un nuevo nombre. En una fusión, una de las dos empresas, adquirente o adquirida sobrevive.
- **Fusión subsidiaria** (*subsidiary merger*): la empresa objeto de la fusión se convierte en filial de la empresa matriz, conservando ambas su personalidad jurídica. De cara al público la empresa operará bajo su propio nombre o marca, pero será propiedad y estará controlada por la empresa matriz.
- **Fusión de iguales** (*merger of equals*): es un tipo de fusión que se lleva a cabo normalmente cuando las empresas participantes son comparables en tamaño,

posición competitiva, rentabilidad y capitalización, por lo que no queda claro cuál de las empresas cede control en favor de la otra y cuál de ellas está proporcionando la mejor sinergia. Tanto el comité ejecutivo como la dirección de ambas firmas tendrán una representación igualitaria en la empresa fusionada

Desde un punto de vista económico se pueden clasificar las fusiones en otros tres tipos. Una **fusión vertical** es aquella en la que las empresas implicadas participan en diferentes etapas del proceso productivo o de la cadena de valor. La fusión se puede realizar mediante la adquisición de un proveedor (“integración hacia atrás” o “backward integrate”) o adquiriendo un distribuidor (“integración hacia delante” o “forward integrate”). Una **fusión horizontal** es aquella mediante la que se unen dos empresas que pertenecen al mismo sector o industria, y un **conglomerado** es aquella operación por la que dos o más empresas que pertenecen a sectores no relacionados se fusionan.

Por su parte, una **adquisición** es una operación mediante la cual una empresa tiene interés en obtener el control sobre otra o sobre ciertos activos de la misma. La operación, por tanto, puede llevarse a cabo bien adquiriendo los activos o bien el paquete accionario de otra empresa, produciéndose la incorporación de la adquirida a la compradora, tomando ésta el control sin que se realice una fusión de sus patrimonios. La diferencia fundamental con las fusiones es que en una adquisición la empresa compradora hace una oferta directamente a los accionistas de la otra empresa, sin necesitar negociaciones previas con el equipo directivo de la empresa objeto de la oferta.

Las adquisiciones pueden ser tanto amistosas – cuando la oferta inicial se acepta, la dirección está receptiva y recomiendan la aprobación de los accionistas- como hostiles, cuando se obtiene el control sin apoyo del Consejo Directivo. En las adquisiciones amistosas el precio de la transacción suele ser inferior que en las hostiles. Además la empresa adquirente preferirá una adquisición amistosa porque el proceso de integración después de la toma de control es normalmente más eficiente cuando ambas partes cooperan.

Hay diferentes tipos de adquisiciones en función del método elegido para llevar a cabo la operación y del método de contraprestación. Será una **adquisición de acciones** cuando se compren acciones con derecho a voto entregando a cambio efectivo, acciones de capital y/u otros valores y una **adquisición de activos** cuando se produzca una transferencia de títulos de propiedad. Las adquisiciones también pueden clasificarse atendiendo a la naturaleza pública o privada de las mismas. Pueden tratarse de **ofertas públicas de adquisición (OPAs)** cuando todo el mercado pueda acceder a la compra de acciones, o puede ser una **adquisición privada** cuando se ofrece a un grupo privado de accionistas.

Existen otro tipo de operaciones en las que no se produce una adquisición sino, por el contrario, una escisión. Una **“divestiture”** es la venta por parte de una empresa de una división o filial a cambio de acciones u otros títulos. Un **“spin-off”** es una operación por la cual una empresa matriz crea una empresa filial con objeto de maximizar el valor de las partes por separado. Un **“equity carve-out”** es una transacción por la que la empresa matriz lanza a cotizar en bolsa una pequeña porción del capital de una empresa

filial, manteniendo la matriz el resto en su poder.

Una forma particular de adquisición es la *LBO* (Leveraged Buy Out), que es una operación por la que se compra una compañía financiándose casi en su totalidad con deuda nueva, cambiando radicalmente la estructura de capital de la empresa. En estos casos, tras la adquisición, la empresa compradora pasará a tener una proporción de recursos ajenos en torno al 80%, si bien posteriormente se suele trasladar la deuda a la empresa adquirida. Una *MBO* (Management Buy Out) es un caso especial de LBO en la que los que realizan la oferta de adquisición de acciones son los directivos de la empresa, pasando a convertirse en propietarios de la misma.

Por último, cabe mencionar también las alianzas empresariales como otra forma de cooperación entre empresas en la que no se produce una operación de compra-venta o fusión, sino que las empresas llegan a un acuerdo de colaboración conjunta. Estas alternativas tienen ventajas respecto a las adquisiciones, como son el acceso de ambas partes a los procesos, productos y mercados de la otra a un menor coste. Como desventajas están el control limitado, compartir beneficios y el riesgo de filtración de información confidencial a la competencia. Existen diferentes tipos de alianzas empresariales:

1. Una *joint venture* tiene lugar cuando existe una relación de cooperación entre dos o más partes mediante la creación de una entidad sin personalidad jurídica para un periodo de tiempo determinado o para la consecución de un objetivo concreto y en la que cada una de las partes es una entidad jurídica independiente.
2. Una *alianza estratégica* es un acuerdo entre empresas para vender sus productos a los clientes de la otra o para desarrollar una tecnología, producto o proceso de forma conjunta.
3. Una *inversión minoritaria* (*minority investment*), como su nombre indica, es una participación de una compañía en otra que no da derecho a control – suele ser inferior al 50% de las acciones con derecho a voto. Una empresa puede invertir una parte de su capital en otra para tener acceso a productos o tecnologías o para tener representación en el consejo.
4. Una *licencia* es un acuerdo comercial por el cual se cede el derecho de uso, comercialización o venta de un producto o servicio. No requiere capital inicial, es una forma para extender su marca a nuevos productos y nuevos mercados o acceder a una tecnología, concediendo una licencia a un tercero de su marca.
5. Una *franquicia* es una forma de licencia por la que una compañía (franquiciador) cede al franquiciado la explotación de su negocio, la venta de un producto o prestación de un servicio, por un periodo determinado y para un área específica determinada a cambio de una participación en las ganancias de la franquicia. Además el primero se obliga a aportar asistencia promocional, asesoramiento y financiación. Las franquicias representan para el

franquiciador una forma barata de expandirse porque el franquiciado es quien proporciona el capital.

1.1.2. El mercado M&A: las cifras

Las Fusiones y adquisiciones son un fenómeno que se produce en oleadas siguiendo un patrón cíclico. Hasta la fecha se han producido seis oleadas (Mascareñas, J. González, S. 2013).

La primera tuvo lugar en EEUU entre finales del siglo XIX y principios del siglo pasado (1870 – 1904). Se conoce como la oleada de la “*Monopolización*” porque durante esta época se produjeron sobre todo concentraciones de tipo horizontal entre empresas del mismo sector - el industrial - para aprovechar sinergias y obtener economías de escala, y así ganar poder de mercado.

La segunda, conocida como oleada de los “*Oligopolios*” (1916-1929), se caracterizó por la gran cantidad de fusiones verticales que se ocasionaron. También surgieron los conglomerados, esto es, fusiones entre empresas de diferentes sectores con el objetivo de diversificar y de esta forma reducir riesgos. Esta oleada fue fruto de los cambios regulatorios, los avances tecnológicos de la época y el crecimiento del mercado de valores y su fin llegó con el crack bursátil del 29 y el inicio de la gran depresión.

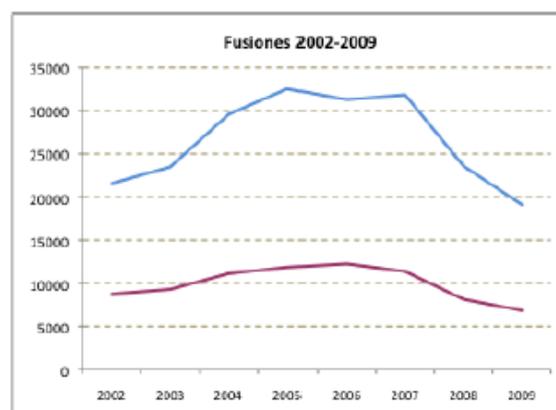
La tercera oleada (1965-1972) estuvo marcada por la realización de operaciones por las que grandes empresas adquirían empresas más pequeñas que operaban en distinto sector. Por esto es conocida como la oleada de los “*Conglomerados*”. Se observó que tras la adquisición, el mercado otorgaba a la empresa que resultaba de la fusión un ratio precio beneficios (P/E) similar al de la empresa adquirente, por lo tanto muchas compañías comenzaron a comprar otras con un P/E inferior a la suya pero con beneficio por acción superior, consiguiendo un aumento del valor de mercado del conglomerado sin fundamento real. Las empresas pretendían diversificar riesgos, tanto para los accionistas como de financiación, sin embargo la evidencia empírica refleja que se produjo una disminución de una media de un 14% en el valor de las nuevas empresas.

Con la cuarta oleada llegarían las “*Megafusiones*” (1982-1989). Se trató de operaciones iniciadas por especuladores (*corporate riders*) que compraban un negocio, lo segregaban y lo vendían por partes con el único objetivo de enriquecerse rápidamente. Se produjeron en esta época una gran cantidad de OPAs, tanto amistosas como hostiles. También surgió la banca de inversión, que fue protagonista de la mayor parte de estas operaciones. Las nuevas necesidades de financiación tuvieron como resultado la aparición de novedosas estructuras de financiación, como las operaciones LBO, los bonos de alto rendimiento (*junk bonds*) o la *deuda mezzanine*. La característica principal de esta oleada es que por primera vez en la historia las fusiones y adquisiciones fueron internacionales. Por un lado la caída del dólar hizo que fuera más interesante para las empresas europeas adquirir empresas americanas que para las propias compañías americanas. Por otro lado, les permitía diversificar el riesgo geográfico. La desregularización también propició este hecho.

La quinta oleada tuvo lugar entre 1992 y 2001 en EEUU, Europa y algunos países asiáticos y es conocida como “TMT”. En Europa el volumen de operaciones alcanzó los 5,6 trillones de dólares (Thomson Reuters Financial). Hasta 1997 las operaciones se caracterizaron por ser en su mayoría amistosas y se intentó evitar el apalancamiento utilizando acciones como medio de pago en vez de financiación ajena. Durante la segunda parte de esta oleada, sin embargo, los precios se dispararon, sobre todo en sectores como el de las telecomunicaciones, media y tecnología, dando lugar más tarde a lo que se conoció como la burbuja de las puntocom. Las operaciones estrella de la época fueron las LBU (leveraged build up), por las que se adquirieron empresas pequeñas en cadena para obtener una ventaja competitiva, financiando la operación con endeudamiento que se garantizaba con activos. También se llevaron a cabo segregaciones de empresas, como los *spin-off* y los *crave-outs*.

La última oleada se ha producido entre los años 2004 y 2007 y se ha nombrado como oleada de la “Globalización”. Tras la burbuja tecnológica y el ataque terrorista del 11-S, la Reserva Federal, para revitalizar la economía, redujo los tipos a niveles cercanos a cero. Esto provocó un incremento de los recursos financieros disponibles, que fueron los que financiaron la burbuja inmobiliaria y esta nueva oleada de fusiones y adquisiciones. Las operaciones durante este periodo se caracterizaron porque el método de pago fue en efectivo como consecuencia de este exceso de liquidez. El número de operaciones a nivel mundial se incrementó debido a la globalización. Los protagonistas de esta época fueron los *Private Equity* y las *operaciones de LBO*. El fin de esta oleada se inició a finales de 2007 debido a la falta de financiación y la contracción de la demanda que se produjo con el colapso financiero tras la caída de Lehman Brothers.

Número de operaciones de fusiones y adquisiciones en el mundo y en los Estados Unidos entre 2002 y 2009



Fuente: *Wilmer Hale* 2011 M&A Report

En cuanto a la evolución del mercado de Fusiones y Adquisiciones hay que subrayar que existe una clara diferencia en cuanto a los motivos que llevaban a la realización de estas operaciones hasta la década de los 70 y las razones que han

motivado las F&A en los últimos años. Anteriormente estaban enfocadas a la creación de riqueza y al crecimiento mientras que en la actualidad cuentan con un componente defensivo con un objetivo principal: preservar la riqueza (Martynova, M. Renneboog, L. 2006).

Según Standard & Poor's también han existido diferencias en cuanto a cómo se ha realizado la contraprestación dependiendo del grado de madurez que hubiera alcanzado el mercado. Hasta el año 2000 un 80% de las operaciones de F&A en Europa se pagaban en efectivo, sin embargo, es cuando las empresas empiezan a usar acciones o bonos como medio de pago cuando se puede decir que el mercado ha entrado en fase de madurez.

En España, al igual que en el resto de Europa se produjo un gran crecimiento de F&A entre los años 1990 y 2000 causado por la burbuja tecnológica. Sin embargo el mayor repunte de estas operaciones, tanto a nivel nacional como mundial, no llegó hasta 2007, año en que se alcanzaron los 4.130 billones de dólares (Thomson Reuters Financial). Este auge estuvo causado por la bonanza económica que se vivió en aquella época a nivel internacional y que provocó que las empresas tuvieran una gran liquidez. El fenómeno de la globalización ha propiciado asimismo una mayor actividad transfronteriza de este tipo de operaciones.

Otros factores que han favorecido las F&A han sido la estabilidad económica y el bajo coste de la deuda, los mercados de valores alcistas (exceso de liquidez), la innovación tecnológica y financiera, la política mundial de desregulación, la privatización y la introducción del euro en Europa. También el número de F&A en la UE y en EEUU en el periodo 2000-2007 ha decrecido en favor de las llevadas a cabo en Asia y el resto de Europa - países no pertenecientes a la UE.

A partir del inicio de la crisis, entre finales de 2007 y principios de 2008, tuvo lugar una disminución de las operaciones de F&A debido a la situación económica y financiera que se produjo a nivel mundial. Las operaciones que se realizaron durante esta época de crisis económica estuvieron motivadas por la obligación a la que se vieron sentenciadas muchas empresas a ser adquiridas o fusionarse con otras para subsistir. Parece que el mercado de F&A empieza a mejorar ahora tras un largo periodo de inestabilidad. En el año 2013 la cifra de F&A ascendió a 2.406 billones de dólares. En el primer trimestre de 2014, esta cifra ha alcanzado los 710 billones de dólares, lo que ha supuesto un incremento de un 54% respecto al mismo trimestre del año anterior (Thomson Reuters Financial).

Por áreas geográficas, las F&A en EEUU en los meses transcurridos de 2014 han supuesto un 51% del total de la actividad mundial para este tipo de operaciones. En el primer trimestre de 2014 las F&A en el mercado americano han sido un 62% superior respecto a las mismas en el mismo trimestre de 2013, lo que supone la cifra más alta desde 2007. Por su parte las F&A en Europa han representado un 22% respecto a la cifra total mundial. En Asia y Pacífico suponen un 16% del total a nivel internacional. Las operaciones de F&A en los mercados emergentes han supuesto en 2013 un 26% del total mundial. Dentro de los países emergentes China es el país más activo, con un 42% del total de operaciones de F&A (Thomson Reuters Financial).

Por sectores, para el mismo periodo, el de Media y Entretenimiento representa un 22% del total, el sector inmobiliario alcanza un 10%, el sector energético un 10% y le siguen de cerca el sector tecnológico con un 9%, el industrial con otro 9% y el de telecomunicaciones con un 8% (Thomson Reuters Financial).

1.1.3. Justificación y objetivos del estudio

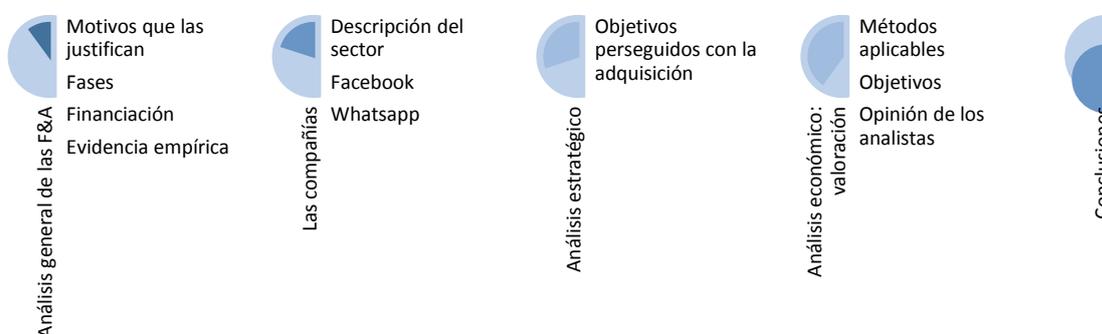
La adquisición de WhatsApp por Facebook es una de las de mayor relevancia en la historia de las Fusiones y Adquisiciones, no solo por el elevado importe abonado, sino también por el sector al que ambas pertenecen (internet y redes sociales), sector en continuo auge y que actualmente experimenta un boom en los mercados internacionales. La noticia tuvo un importante impacto en los mercados financieros que, en un principio, recibieron la operación con cierta desconfianza, como demuestra el hecho de que la cotización de Facebook en el NASDAQ cayera hasta un 5% tras el anuncio de la misma. La discusión acerca de la bondad del precio pagado ha llevado a que muchos analistas hayan puesto en duda la rentabilidad de la operación.

Por tanto, el estudio de esta transacción va a permitir no solo analizar el mecanismo y los motivos de las fusiones y adquisiciones de empresas, sino además hacerlo desde una perspectiva actual marcada por el sector en el que operan las compañías y que ha condicionado dramáticamente la valoración resultante.

El objetivo de este trabajo se centrará en analizar la transacción bajo un prisma no solo económico sino también estratégico, de forma que se pueda extraer una conclusión fundamentada acerca de la razonabilidad y oportunidad de la misma.

1.1.4. Metodología

El estudio de esta operación se va a acometer de acuerdo con el siguiente esquema:



Lo que se pretende es proporcionar el marco conceptual general de estas operaciones empresariales y el particular de esta transacción, para lo que resulta

imprescindible hacer mención a diversos conceptos teóricos básicos, así como a describir el sector y las compañías implicadas.

Una vez enmarcada la operación se iniciará la fase de análisis tanto estratégico como económico, a través del que se pretende alcanzar una conclusión sobre la operación en su conjunto.

2. Análisis general de las F&A

2.1. Motivos teóricos que justifican las F&A

Existe un elemento clave para que una fusión y/o adquisición se produzca con éxito, la creación de valor. El valor de las empresas juntas tiene que ser superior a la suma del valor de cada una de ellas por separado. Cuando se vaya a realizar una operación de este tipo es necesario además que el negocio principal (*core business*) comparta alguna de estas cuatro características con el negocio o el sector al que se desea expandirse: costes, clientes, competencias y capacidades. (Fernández, P. 2004).

El primer paso es estudiar los motivos que pueden llevar a una compañía a adquirir o fusionarse con otra. Los más importantes serían:

- A través de una operación de F&A se puede **mejorar la eficiencia** cuando existan sinergias, esto es, cuando dos o más empresas obtengan mejores resultados y operen más eficientemente juntas que separadas. Esta mejora de la eficiencia conjunta puede ser debida a diversos motivos: sinergias operativas (ingresos / costes) y/o financieras (Trautwein, F. 1990).

Las sinergias operativas dan lugar a las economías de escala, permitiendo incrementar el volumen de producción ya que se reducen los costes fijos, aumentando el poder de negociación y esto a su vez permitirá aumentar la rentabilidad y proporcionará una mayor cuota de mercado (poder de mercado). También cuando existan economías de alcance se pueden incrementar los ingresos al compartirse procesos para producir un producto o servicio

Una de las estrategias para mejorar la eficiencia es la integración vertical, que se lleva a cabo entre empresas que operan en distintos procesos de la misma actividad productiva.

Las sinergias financieras permiten reducir los costes de capital, esto es, la rentabilidad mínima exigida por inversores y prestamistas.

- En línea con lo anterior, **incrementar el poder de mercado** podría ser otro motivo que llevara a las compañías a fusionarse. El objetivo de la fusión es formar una especie de monopolio para incrementar su poder de mercado y así ser capaces de fijar los precios de sus productos a niveles que no serían sostenibles en un entorno más competitivo. Sin embargo esto no está permitido en mercados en los que existe la libre competencia.
- Cuando se busque un **crecimiento de la empresa**. Las operaciones de F&A son

un vehículo perfecto para aquellas empresas que buscan acelerar su crecimiento, ya sea porque es más barato hacerlo de esta forma o porque internamente no puedan alcanzar la tasa de crecimiento deseada. Es el caso de una empresa que quiere aumentar su tamaño mediante el incremento de su base de clientes, o mediante el acceso a una nueva tecnología o proceso, o a través de la adopción de un nuevo producto o, por ejemplo, porque busca establecerse en otro sector o en otro mercado geográfico.

Estos suelen ser los dos motivos principales que propician las fusiones y adquisiciones. El objetivo de la empresa es bien ganar dimensión o competitividad, o ambas. Generalmente este tipo de operaciones empresariales están provocadas por la identificación de una amenaza o de una oportunidad en el mercado, pero existen también otros motivos adicionales:

- ***Cambio del equipo directivo*** cuando exista una mala gestión directiva de la empresa adquirida. Si una empresa está mal gestionada por sus directivos, estará generando menos riqueza de la que potencialmente podría si estuviera bien dirigida. Otra empresa puede observar este hecho y decidir proceder a su compra porque piensa que bajo una buena gestión esa empresa generará más riqueza (y por lo tanto aumentará de valor) y estos directivos obtendrán una elevada rentabilidad. En estos casos, la operación suele realizarse a través de una oferta de adquisición, pues a través de una fusión es más difícil desprenderse de los directivos antiguos.
- ***Motivos fiscales***. Una empresa que genera beneficios puede estar interesada en la compra de otra con pérdidas acumuladas para beneficiarse de la reducción de impuestos correspondientes a resultados negativos de ejercicios anteriores. Cuando exista algún tipo de beneficio fiscal derivado de la operación, las compañías pueden usarla para compensar beneficios sujetos a gravamen. Las autoridades fiscales, sin embargo, no suelen permitir la reducción de impuestos debida a las pérdidas de la empresa adquirida si el motivo de la F&A es principalmente fiscal.
- Los ***cambios regulatorios*** también pueden ser un motor de la actividad de F&A. Algunas industrias, como el sector financiero, la sanidad, defensa o el sector de las telecomunicaciones, han acaparado un elevado porcentaje de la actividad de F&A debido a la gran cantidad de cambios que se han producido en sus regulaciones en los últimos años. Los cambios regulatorios estimulan la competencia y rompen las barreras artificiales.
- También los ***cambios tecnológicos*** pueden ser un motivo válido, ya que los avances tecnológicos crean nuevos productos y generan nuevas industrias.
- ***Comprar empresas infravaloradas***. El *q-ratio* es el ratio del valor de mercado de las acciones de una compañía entre el coste de reemplazar sus activos. Compañías que quieran expandirse pueden elegir invertir en equipos o en nuevas plantas u obtener estos activos mediante la adquisición una compañía que tenga un valor de mercado inferior a lo que le costaría adquirir los activos.

Esta teoría ha sido muy útil para explicar la actividad de F&A durante la década de los 70, cuando la elevada inflación y los tipos de interés hicieron bajar los precios de las acciones de muchas compañías por debajo del valor en libros. En relación con esta teoría hay que tener en cuenta que se parte de la presunción de que el mercado es eficiente. Esto implica que el precio de las acciones de una compañía refleja de forma precisa el valor de la misma. Sin embargo a veces existe información que las empresas no hacen pública y que podría provocar que su valoración fuera superior o inferior (DePamphilis, D. 2011).

- **Problemas de Agencia.** Cuando existen diferencias de intereses entre la dirección de la empresa y los accionistas. La dirección puede estar más centrada en sus propios intereses económicos que en maximizar el valor para el accionista.
- **Motivos macroeconómicos.** Existen diversos factores en la economía que pueden propiciar que se lleven a cabo operaciones de adquisición o fusión de empresas. En periodos de expansión económica, cuando las bolsas evolucionan positivamente y los tipos de interés están bajos, existe normalmente un exceso de liquidez para las empresas que debe ser invertido.

Por otro lado, ciertos fenómenos como la globalización y la apertura de los mercados internacionales han hecho incrementar la competencia a la que se tienen que enfrentar las empresas hoy en día, que tienen que rivalizar con otras en costes, tamaño y capacidad tecnológica.

Asimismo, las políticas a nivel mundial para la desregulación de los mercados han tenido efectos positivos sobre las Fusiones y Adquisiciones. También, el auge del capital riesgo ha multiplicado las posibilidades de inversión empresarial.

Hoy día, a pesar de no darse las condiciones económicas favorables que propician las fusiones y adquisiciones, debido a la crisis económica, el número de operaciones de este tipo se ha visto incrementado. Muchas empresas han visto este tipo de operaciones como el único medio para garantizar su mantenimiento en el mercado.

Por último, es necesario mencionar también los que se puede considerar como **motivos no válidos:**

- Una adquisición no es aconsejable en aquellos casos en los que a través de la F&A se busque una **diversificación**, que consiste en un cambio por parte de la empresa del producto principal que produce o comercializa o de la introducción en un nuevo mercado que tiene unas perspectivas de crecimiento mayores.

Cuando una compañía está atravesando un crecimiento ralentizado puede acudir a la diversificación como medio para acelerar su crecimiento. A través de ella se pueden llegar a eliminar las fluctuaciones del mercado, reduciendo

el riesgo. La diversificación puede crear también sinergias financieras, que disminuyen el coste de capital.

Sin embargo no es un motivo suficiente para justificar este tipo de operaciones. La evidencia refleja que los inversores no se benefician de la diversificación, ya que al tratarse de negocios o mercados no relacionados el riesgo es mayor por el desconocimiento del mismo. Este es el caso de los conglomerados. Las empresas cuya estrategia corporativa está centrada en un solo producto o mercado son más propensas a tener mejores resultados.

Además los inversores pueden reducir significativamente el riesgo diversificando en su propia cartera, sin necesidad de que la empresa lo haga por ellos.

- La existencia de un *exceso de tesorería* (caja ociosa) tampoco es un motivo válido ya que la empresa puede destinar ese dinero líquido sobrante a cualquier otro tipo de inversión.
- En el caso de que la F&A esté propiciada por *motivaciones del equipo directivo*. Muchas veces los directivos realizan adquisiciones por motivos egoístas, ya que prefieren dirigir una empresa más grande, lo cual aumenta su poder y prestigio profesional maximizando su función de utilidad.

2.2. Fases en un proceso de F&A

Una operación de este tipo es un proceso largo y complicado que conlleva diferentes fases independientes pero necesarias todas ellas para alcanzar el objetivo previsto (DePamphilis, 2011) Estas se dividen a su vez en dos sub-etapas: las previas a la fusión o adquisición y las posteriores a la operación. En cuanto a las primeras figuran:

1. Desarrollo del Plan de Negocio. Se trata de desarrollar un plan para la empresa realizando un análisis externo y otro interno de la compañía, que es lo que se conoce como análisis DAFO, con el fin de determinar oportunidades, amenazas, debilidades y fortalezas.

El análisis externo consiste en determinar dónde competir – qué industria o mercado - y cómo competir. Comienza por identificar los actuales y potenciales consumidores y sus necesidades, la sensibilidad de estos al precio, el tamaño del mercado y su tasa de crecimiento, la regulación existente, la existencia o no de barreras de entrada y de salida, los competidores actuales y potenciales y la existencia de productos o servicios sustitutivos.

El análisis interno consiste en examinar las ventajas y desventajas de la empresa en relación al mercado, analizando distintos aspectos como su cuota de mercado, sus líneas de productos, canales de distribución, posicionamiento geográfico, calidad del producto, competitividad del precio, etc.

2. Desarrollo del Plan de Adquisición. El plan de adquisición hace referencia a la implementación estratégica del plan de negocio, es decir, a la planificación de la operación. Consiste en la preparación del plan estratégico por parte de los accionistas y la alta dirección en el que se definen la visión, los objetivos y la estrategia de implementación. Se centra más en el corto plazo que en objetivos a largo plazo. También se analizan los motivos que van a llevar a la realización de la operación y los resultados que se pretenden obtener de ella.
3. Búsqueda de los potenciales candidatos. Antes de que se lleve a cabo la elección de la empresa que va a ser objeto de la operación se tienen que estudiar las posibles empresas candidatas que existen en el mercado analizando las mismas de forma exhaustiva.
4. Elección de la empresa objetivo
5. Toma de contacto con la empresa objetivo. Se trata de un primer contacto con la empresa que se quiere adquirir o con la que se persigue una fusión en el que se presenta la propuesta a los accionistas de la empresa objetivo.
6. Negociación. Es la parte más compleja del proceso de fusión y adquisición. Consta de cuatro fases:
 - a. Se redefine la valoración preliminar. Durante esta fase se determina el precio de compra, que en ocasiones será diferente del de la evaluación inicial. Este es el punto de partida para iniciar las negociaciones. La empresa revisará toda la información financiera de la empresa objetivo. Hay cuatro elementos importantes que hay que considerar a la hora de valorar una compañía: el capital de la empresa, el valor según libros (proyectado a largo plazo), el valor en el mercado y el valor sinérgico tras la operación (Towers Perrin, 2001).
 - b. Carta de Intencionalidad: Resume los términos más importantes de la transacción y está firmada por ambas partes.
 - c. Due-diligence: Es el proceso exhaustivo de revisión e investigación de documentación.
 - d. Plan financiero. El comprador establece la máxima cantidad que está dispuesto a pagar en función de la valoración que se ha hecho de la empresa objetivo y de la rentabilidad que puede obtener de la operación. Recogerá el balance de situación, la cuenta de P y G y los flujos de caja esperados y de ambas empresas combinadas, así como el coste de financiación.
7. Plan de Integración. Es un manual que recoge de forma detallada cómo se va a llevar a cabo la integración de las dos compañías.

8. Cierre. Una vez se han obtenido todos los consentimientos (accionistas, regulatorios y de terceras personas) se redacta el acuerdo definitivo de compra o fusión, que recoge aspectos como la forma de pago y como se realizará el mismo, así como los activos o acciones específicas que se adquirirán. También recoge los derechos y obligaciones de ambas partes. En este sentido existen unas condiciones de cierre y otras cláusulas para que la operación se consuma de acuerdo a lo previsto en el contrato y en el caso de que una de las partes no cumpla con su obligación tendrá que compensar a la otra parte.

En cuanto a las etapas posteriores a la operación destacan

9. Integración: incluirá planes de comunicación apropiados para todos los stakeholders de las compañías (empleados, proveedores, inversores, reguladores, etc.), y en ella se deberán ejecutar los cambios en la estructura, recursos humanos y cultura. Esta fase será fundamental para el éxito final de la operación.
10. Evaluación: se realizará un seguimiento de la evolución del proceso, habitualmente a través de equipos creados ad hoc, que debe desembocar en la evaluación de la percepción de la fusión por los agentes internos y externos.

2.3. Financiación de una F&A

La elección del método de pago para las operaciones de F&A tiene gran relevancia ya que puede suponer importantes cambios en la compañía, bien porque cambie su sistema de control, bien por el impacto en su estructura de capital.

La contraprestación puede llevarse a cabo mediante efectivo (cash), acciones (stock) o una mezcla de ambas.

La decisión del método de financiación a utilizar dependerá de la estructura de propiedad de la compañía así como del nivel de endeudamiento de esta. También tendrán que ser tenidos en cuenta otros aspectos como el riesgo, los flujos de caja futuros, los tipos de interés, la presión fiscal, etc.

En aquellos casos en los que el accionista o accionistas de la empresa adquirente quieran a toda costa preservar el control o se sientan amenazados ante una posible pérdida de su capacidad de decisión, la mejor forma de proceder al pago será a través de efectivo, ya sea con cargo a reservas de la empresa, si las tuviera, o endeudándose. De esta forma no perderían poder de voto o control sobre la compañía.

Sin embargo, en empresas de gran tamaño donde la propiedad está más dispersa entre muchos accionistas, el elevado coste que podría suponer la deuda hace que el pago con acciones resulta más atractivo.

Con independencia de las preferencias de cada compañía en cuanto al método de pago, la posibilidad de realizarlo de una u otra forma dependerá de diversos factores, entre los que sobresale de manera destacada la capacidad de endeudamiento de la compañía. Cuando esta tenga ganancias crecientes, flujos de caja estables y activos tangibles líquidos que le permitan hacer frente tanto a la amortización de la deuda como

al pago de intereses, podrá acudir a los canales tradicionales de financiación (entidades financieras) o directamente a los mercados de capitales a través de la emisión de bonos. En términos muy generales, las grandes compañías, por lo general más diversificadas y con menor riesgo de quiebra, podrán permitirse niveles de endeudamiento mayores y a menor coste. Por el contrario, compañías más pequeñas y de mayor volatilidad, con flujos de caja menos estables y que cuenten con menos activos encontrarán mayores dificultades para endeudarse y además deberán hacerlo a un mayor coste.

Myers, S. y Majluf, N. en 1984 y Hansen, A. en 1987 afirman que en general se preferirá una financiación con acciones cuando la compañía considere que estas están sobrevaloradas por el mercado y optará por financiarse con *cash* en el caso contrario.

En resumen, cada compañía deberá elegir la estructura de capital y el nivel de endeudamiento que mejor se adapte a su estructura empresarial y con la que consiga maximizar sus resultados.

2.4. Evidencia empírica sobre adquisiciones

Las F&A pueden tener diferentes efectos sobre distintos elementos de la empresa y variables de la economía.

Empleo. Por un lado parece obvio que las F&A reducen el empleo al producirse sinergias y eliminar duplicidades. Pero por otro al aumentar la eficiencia de la empresa, esta obtendrá mejores resultados que tendrán un efecto positivo sobre el empleo. A pesar de que la evidencia empírica no es concluyente, parece que en Europa en general este tipo de operaciones han provocado una reducción de la demanda de empleo.

Precio de la acción. Los estudios reflejan ganancias para los accionistas de las empresas adquiridas, ganancias que se producen por la subida del precio de la acción tras el anuncio de la operación, incluso aunque finalmente la operación no se lleve a cabo. En cuanto a las empresas adquirentes, no hay una respuesta clara y dependerá de las razones que hayan motivado la fusión o adquisición (ver Anexo 1).

Beneficio / Rentabilidad. No existe una evidencia determinante del efecto que las F&A tienen sobre el beneficio o rentabilidad. Un estudio dividió las empresas en cuatro grupos clasificando los resultados obtenidos tras una operación de F&A: Un 29% de las empresas aumentaron tanto sus beneficios como sus ventas; un 28% vio reducidos tanto sus beneficios como sus ventas; un 15% aumentó sus ventas pero redujo sus beneficios, y por último un 27% aumentaron su poder de mercado al verse incrementados sus beneficios pero no sus ventas. (Gugler, K. 2001)

Tasa de crecimiento. Raramente se observan tasas de crecimiento interno positivo. La evidencia empírica refleja que no varía (Cosh, A y Hughes, A. 1980) o incluso decrecen ligeramente.

Productividad. La evidencia empírica demuestra que la mayoría de las F&A parecen mejorar la productividad, aunque existen excepciones.

3. Las Compañías

3.1. El Sector: origen, características, modelo de negocio, evolución, principales actores

El sector de las Tecnologías de la información y las comunicaciones ha experimentado un espectacular auge creciendo de forma exponencial en los últimos 50 años. Las 20 compañías tecnológicas más importantes del mundo generan ganancias de más de 1.9 billones de dólares. Las nuevas tecnologías han transformado la forma en que los individuos satisfacen sus necesidades provocando cambios en la comunicación, el entretenimiento y otros aspectos de sus vidas.

Según el Informe anual “La Sociedad en Red 2013” (edición 2014) publicado por el Ministerio de España de Industria, Energía y Turismo, el número de usuarios de internet a nivel mundial en 2013 se cifró en 2.686 millones, lo que supuso un incremento del 8% con respecto al año anterior. Los dos usos mayoritarios de la red fueron el envío de correos electrónicos, utilizado por un 67% del total de usuarios de internet y la búsqueda de información en la red sobre bienes y servicios con un 59%, seguidos en tercer y cuarto lugar por las compras en Internet (47%) y el uso de las redes sociales (45%).

Las redes sociales son un fenómeno global surgido en los últimos años y que se encuentra en plena expansión. Ocupan un lugar importantísimo en el campo de las relaciones y la forma de comunicarse y hacer negocios, y han supuesto una revolución por las posibilidades que ofrecen y por tratarse de una nueva forma de usar y entender Internet.

En el año 2007 un artículo publicado en el *Journal of Computer Mediated-Communication* definía las redes sociales como: “servicios dentro de las webs que permiten al usuario 1) construir un perfil público o semi-público dentro de un sistema limitado, 2) articular una lista de otros usuarios con los que comparte una conexión y 3) visualizar y rastrear su lista de contactos y las elaboradas por otros usuarios dentro del sistema. La naturaleza y nomenclatura de estas conexiones suele variar de una red social a otra”.



Fuente: Strategy Analytics
<http://www.andresvegas.es>

En 2013 los ingresos mundiales en el mercado de las redes sociales ascendieron a alrededor de los 9 billones de dólares. Se prevé que en 2014 superen los 10 billones de dólares y que siga aumentando al mismo ritmo durante los próximos años.

La consultora Strategy Analytics estima los usuarios de redes sociales para 2016 en 2 billones y unos ingresos generados por este mercado superiores a 12 billones de dólares, lo que supone una tasa de crecimiento de un 20% anual. Por regiones geográficas los usuarios norteamericanos son los que generan más ingresos, seguidos de Europa occidental, y esta tendencia continuará. “Un usuario norteamericano generará tres veces más ingresos que uno de Europa Occidental y entre ocho y dieciséis veces que un usuario de cualquier otra región del planeta”. La publicidad representa en la actualidad el 77% del total de los ingresos de las redes sociales y va a continuar siendo el principal motor de generación de riqueza del sector durante los próximos años. En España la cifra de ingresos alcanzará los 116 millones de dólares, una tasa de crecimiento anual media del 13%, por debajo de la media europea (18%) y de la mundial (20%). “Cada usuario español generará menos de 3,3 dólares, menos de la mitad que la media estimada para el usuario de Europa Occidental y ocho veces menos que un usuario norteamericano”.

Las Redes Sociales pueden clasificarse en horizontales y verticales. Las primeras se dirigen a todo el público en general y su función principal es relacionar personas, destacando entre ellas Facebook y Google. Las Redes Sociales verticales están más especializadas y se crean para dar cabida a diversos gustos e intereses de personas, pudiendo clasificarse por:

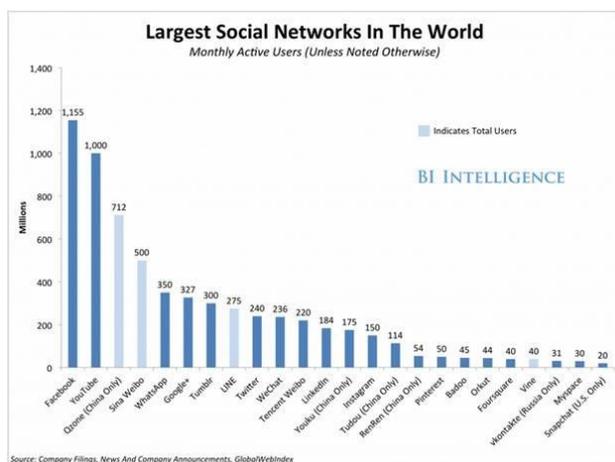
- *Temática: profesionales (LinkedIn), de identidad cultural (Spaniards), viajes (Minube) o aficiones.*
- *Actividad: Microblogging, que ofrece un servicio de envío y publicación de mensajes breves de texto y también permite seguir a otros usuarios (Twitter), juegos (World of Warcraft) o geolocalización que permiten mostrar la localización de una persona o un lugar (Foursquare).*
- *Tipo de contenido que se comparte: fotos (Pinterest e Instagram), vídeos (Youtube), música, documentos, presentaciones o noticias.*

Asimismo la industria de las aplicaciones está experimentando un rápido crecimiento y está sufriendo una profunda transformación. Las compañías buscan capturar la atención de los usuarios así como de otros actores de la industria, como empresas y anunciantes, intentando encontrar un buen posicionamiento estratégico dentro del sector. Las aplicaciones gratuitas representan hoy en día casi el 90% de las descargas y la publicidad es la única fuente de ingreso para la mayoría de estas compañías.

El Informe Altran sobre el ecosistema Teleco 2012-2015 prevé que las transacciones en móviles a nivel mundial alcanzarán los 400 mil millones de euros en 2015. Este informe también destaca el fuerte crecimiento esperado de las aplicaciones para pagos electrónicos en móviles, cuyo crecimiento va a estar impulsado por la elevada tasa de penetración de los smartphones y de los dispositivos con conectividad, y

por el crecimiento del comercio online. A nivel mundial la red social que ocupa el primer lugar en el ranking en cuanto a número de usuarios (número de usuarios activos mensuales) es Facebook, seguida por YouTube, WhatsApp y Google.

Mayores redes sociales en el mundo



Los principales competidores de WhatsApp son aplicaciones que ofrecen un servicio de mensajería móvil similar al suyo: Line, Viber, WeChat, Snapchat y Facebook Messenger, que es el servicio de mensajería móvil de Facebook.

Otros competidores del sector son Google, que tiene 400 millones de usuarios activos y un crecimiento de 925 mil nuevos usuarios cada día; Twitter con 560 millones de usuarios activos, (en esta red se publican 5.700 tuits por segundo); la red profesional LinkedIn que tiene 240 millones de usuarios activos – está destinada al sector adulto - el 79% tiene más de 35 años; Instagram, que fue adquirida por Facebook, y que cuenta con una comunidad de 150 millones de personas activas, y Pinterest que tiene 70 millones de usuarios activos (un 68% de ellos son mujeres).

3.2. Facebook

Facebook es una red social fundada en febrero de 2004 por cuatro estudiantes de la universidad de Harvard. La compañía con sede en Silicon Valley, San Francisco, cuenta con más de 6.800 empleados. Actualmente posee más de 1.250 millones de usuarios activos mensuales en todo el mundo, con alrededor de 900 millones de usuarios activos al día, de los cuales 750 millones son usuarios móviles. En España cuenta con un total de 18 millones de usuarios mensuales (13 millones acceden desde su teléfono móvil), de los cuales 12 millones acceden a la plataforma online diariamente.

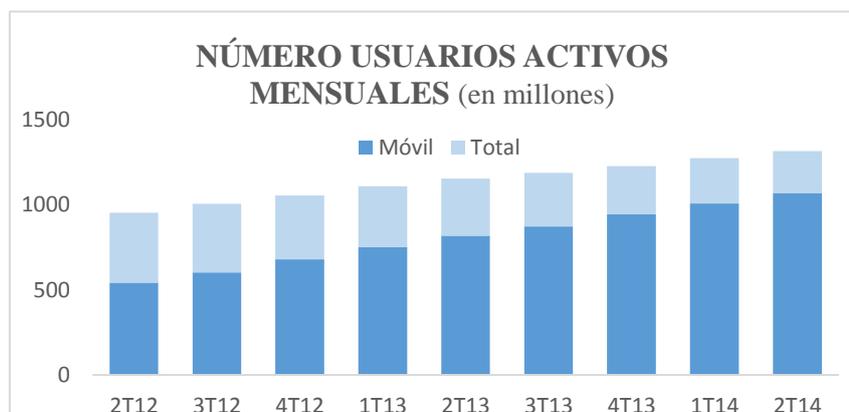
Resultados de Facebook 2010-2014 (tabla 1)

	2010	2011	2012	2013	2014 (1er semestre)
Ingresos totales	1.974	3.711	5.089	7.872	5.412
Ingresos publicidad	-	-	4.279	6.986	4.941
Gastos explotación	942	1.955	4.551	5.068	2.948
BAIT	1.032	1.756	538	2.804	2.464
BAT	1.008	1.695	494	2.754	2.460
B° neto	606	1.000	53	1.500	1.433
BPA	0,17	0,31	0,01	0,6	0,77

Fuente: Facebook

Facebook fue valorada en 104.000 millones de dólares en su salida a bolsa en 2012. En la actualidad su capitalización en el Nasdaq se eleva a 194.500 millones de dólares, lo que supone un valor de aproximadamente 145 dólares por usuario y presenta en la actualidad un beneficio por acción (BPA) de aproximadamente 77 céntimos de dólar.

La red social ha experimentado un aumento interanual de un 19% en la cantidad de usuarios activos, alcanzando una media de 829 millones de usuarios activos en el segundo trimestre de 2014. De ellos, 654 millones fueron usuarios activos en plataformas móviles, un incremento del 39% respecto al mismo período de 2013.

Evolución usuarios de Facebook 2012-2014

Fuente: Facebook

La principal fuente de ingresos de Facebook es la publicidad. Los ingresos totales alcanzaron en el año 2013 un valor de 7,87 billones de dólares, lo que supuso un crecimiento de un 55% respecto a 2012. De dicho importe, 6,98 billones de dólares provenían de la publicidad, lo que supone un 88%.

Los ingresos totales para el primer semestre de 2014 se han elevado a 5,4 billones de dólares, de los cuales 4,9 provienen de la publicidad (ver tabla 1). Entre abril y junio de este año (segundo trimestre de 2014) los ingresos de Facebook aumentaron un 60% llegando a los 2,91 billones de dólares, de los cuales 2,676 billones procedieron

de la publicidad. Del total de ingresos por publicidad, un 62% procedían de ingresos por publicidad móvil. En el mismo trimestre del año anterior los ingresos de Facebook Messenger representaban solo un 41%.

Evolución ingresos de Facebook 2012-2014



Fuente: Facebook

El año pasado la compañía obtuvo un beneficio anual de 1,5 billones de dólares y en lo que va de año 2014 se ha alcanzado un beneficio de 1,4 billones de dólares (ver tabla 1). Por regiones, según datos publicados por Facebook en junio de 2014, la mayor parte de sus ingresos provinieron de Estados Unidos y Canadá, donde la compañía ingresó durante el segundo trimestre 1.308 millones de dólares, seguidos del mercado europeo (824 millones) y el asiático (431 millones).

En cuanto a su modelo de negocio, tiene presencia tanto en ordenadores personales como en dispositivos móviles y como se ha mencionado anteriormente, obtiene la mayor parte de sus ingresos de la publicidad. Los costes en los que incurre se derivan del desarrollo y mantenimiento de la plataforma.

El número de empresas que se anuncian en Facebook es muy grande – superan los 1,5 billones – y pagan a Facebook cada vez que alguien hace un *click* sobre uno de sus anuncios. También tiene acuerdos con empresas que desarrollan aplicaciones, de las cuales Facebook obtiene una cuota de los ingresos que estas generan a partir de su plataforma.

El éxito de Facebook como plataforma publicitaria radica, en primer lugar, en la posibilidad de las empresas anunciantes de tener acceso a una gran base de usuarios. Facebook tiene una media de alrededor de 900 millones de usuarios activos al día, de acuerdo con datos publicados en junio de 2014. En segundo lugar porque es la plataforma que mayor información da sobre sus usuarios ya que se nutre de la información proporcionada por ellos mismos, sin necesidad de hacer estudios de mercado, y hace uso de ella con el fin de orientar los anuncios. Se trata de una forma de

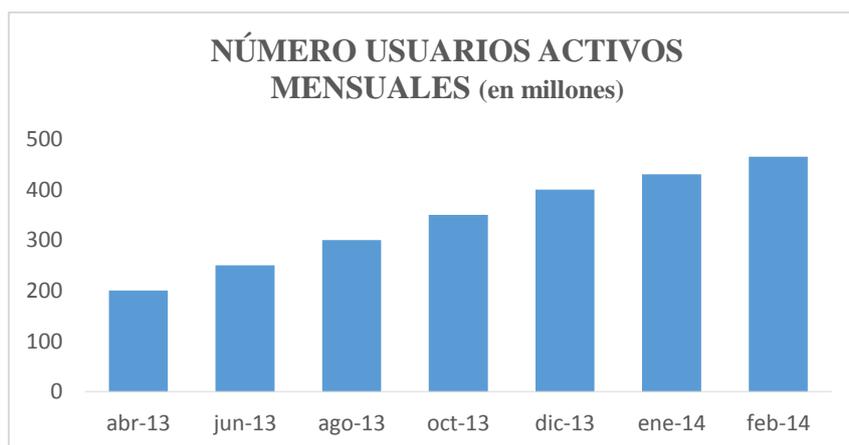
publicidad más eficaz porque los anuncios son personalizados ya que se basan en información que facilitan los usuarios con los datos que comparten en la red social clasificada por criterios demográficos, aficiones, intereses, etc. De esta forma, los anuncios en Facebook tienen una probabilidad mayor de llegar a los consumidores objetivo y convertirlos en clientes potenciales para las empresas que hacen publicidad de su producto o servicio.

3.3. Whatsapp

WhatsApp es una compañía fundada en 2009 en Silicon Valley que cuenta con apenas 55 empleados, de los cuales 32 son ingenieros, lo que da un ratio de 1 ingeniero por 14 millones de usuarios. Se trata del servicio de mensajería instantánea para móviles más popular y extendido, que funciona como una especie de red social. Los usuarios de WhatsApp pueden enviar mensajes a uno o varios destinatarios al mismo tiempo, e incluso pueden compartir sus ubicaciones.

Cuenta con una cifra cercana al volumen de SMS mandados y recibidos a través de las empresas de telecomunicaciones tradicionales. Es la compañía líder en su negocio en Europa, Latinoamérica, La India y el Sureste Asiático. Sus principales competidores son: Viber, Line y Snapchat. En cifras, cerca de 1 millón de usuarios de telefonía móvil se descarga cada día la aplicación WhatsApp. En Diciembre de 2013 tenía 400 millones de usuarios activos mensuales según su blog – 450 millones según la nota de prensa de Facebook, y un total de 650 millones de usuarios registrados, de los cuales el 70% utilizan la aplicación diariamente.

Evolución usuarios de WhatsApp 2013-2014



Fuente: Facebook

Se estima que 50 billones de mensajes, 600 millones de fotos, 200 millones de mensajes de voz y más de 100 millones de videos son enviados y / o recibidos cada día

a través de esta plataforma. Crece, como ya se ha comentado, al ritmo de 1 millón de usuarios nuevos cada día. WhatsApp apenas obtiene ingresos ya que se trata de una aplicación casi gratuita. Los usuarios no tienen que pagar por registrarse; pasado un año desde la instalación, hay que abonar un dólar en concepto de suscripción. No invierte en marketing y tampoco obtiene ingresos publicitarios porque la filosofía de la empresa es contraria a la inserción de publicidad, por lo que todo su crecimiento ha venido de la mano de los usuarios.

La compañía nunca ha dado información financiera relativa a sus costes, ingresos o sus beneficios anuales. En cuanto a los gastos, se puede inferir que son escasos ya que no invierte nada en marketing y solo cuenta con 55 empleados. Los ingresos se estiman que sean cuantiosos. Además de la cuota de suscripción de un dólar, que todo usuario tiene que abonar a partir del segundo año de utilización, WhatsApp es una aplicación de pago en dispositivos iOS - cobra un dólar por su uso en teléfonos iPhone - por lo que por este concepto podría haberse engrosado en torno a 500 millones de dólares (el número de usuarios de iPhone a nivel mundial a principios de 2014, según datos de Forbes se estima en más de 500 millones). Además la compañía obtiene una gran parte de sus ingresos de fondos de inversión. Compañías como Sequoia Capital, el principal fondo de inversión de Silicon Valley, han invertido en WhatsApp en más de una ocasión.

4. Análisis Estratégico de la operación

En Febrero de 2014 Facebook anunció la compra de la compañía líder de servicios de mensajería instantánea para dispositivos móviles, WhatsApp. Tras la firma del acuerdo Facebook admitió que el objetivo último de la adquisición era entrar en el negocio de la telefonía móvil. El precio pagado ascendió a 19.000 millones de dólares (aproximadamente 13.800 millones de euros), de los que Facebook abonó 4.000 millones en efectivo y 183.865.778 acciones propias de nueva emisión valoradas en 12.000 millones de dólares - valor basado en el precio medio de cierre de los seis días anteriores a la operación, el 18 de Febrero de 2014, a un precio de 65,26 dólares por acción. Asimismo se acordó que otorgaría en los próximos cuatro años a los fundadores y empleados de WhatsApp otros 3.000 millones de dólares en acciones RSU (Restricted Stock Unit), una emisión futura similar a las opciones sobre acciones. Por lo tanto, tras la operación han pasado a poseer un 8% de Facebook. Teniendo en cuenta que el capital en el momento en el que se realizó la operación estaba valorado en unos 170.000 millones de dólares, el desembolso supuso más del 10% de la capitalización bursátil de Facebook, que pagó 42 dólares por cada usuario de WhatsApp.

A tenor del importe pagado, resulta imprescindible averiguar y analizar cuáles pueden ser los objetivos perseguidos con esta adquisición:

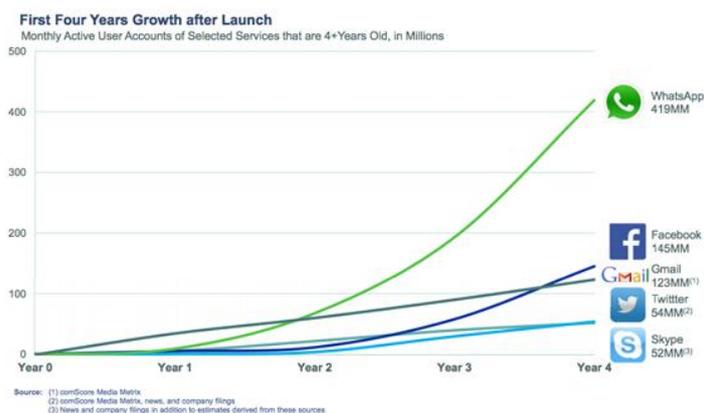
Facebook ha dejado claro que, al menos en el corto plazo, no va a introducir publicidad en la aplicación de WhatsApp ni a incrementar la cuota de suscripción que abonan anualmente los usuarios. Según ha comentado el propio CEO de la compañía, Mark Zuckerberg, a través de esta adquisición no se busca obtener una rentabilidad a corto plazo, sino que la intención es crecer a largo plazo, en un horizonte temporal de

entre 10 y 15 años. Por tanto, el objetivo de Facebook es a largo plazo, ya que pretende no solo expandir la base de usuarios actual de su red social, sino también salvaguardar su rentable modelo de negocio. Poseer la extensa base de usuarios de WhatsApp garantiza que ninguna otra compañía podrá tener acceso a la misma. Hay que tener en cuenta que Google ya se interesó por ella y podía haber sido un potencial comprador.

Facebook poseía antes de la operación 1.200 millones de usuarios actuales mensuales y aproximadamente 900 millones de usuarios activos diarios. WhatsApp, por su parte, contaba en ese mismo momento con 450 millones de usuarios activos mensuales (650 millones de usuarios registrados), y crece a una media de un millón de usuarios nuevos cada día, por lo que se espera que pueda llegar a los 1.000 millones de usuarios en los próximos 2 años.

De hecho, WhatsApp ha logrado atraer desde que se fundó en 2009 hasta la actualidad a muchos más usuarios en sus primeros cuatro años de lo que su competencia logró hacer durante el mismo período de tiempo, por lo que crece a una velocidad superior a cualquier otra empresa del sector - incluyendo Facebook - y está superando en tiempo récord a todas las empresas de mensajería instantánea, colocándose como líder indiscutible. Si se compara el crecimiento de WhatsApp con otras compañías competidoras en los primeros cuatro años de vida, los datos son contundentes: Facebook solo tenía 145 millones de usuarios, Gmail, de Google 123 millones, Twitter 54 millones y Skype 52 millones. En este gráfico se puede ver la evolución en número de usuarios activos mensuales de las cinco compañías a lo largo de sus cuatro primeros años.

Evolución de las principales redes sociales en sus primeros 4 años en número de usuarios



Facebook pretende encontrar en los usuarios actuales y en los futuros de WhatsApp el catalizador para crecer de forma rápida. En la decisión de llevar a cabo esta adquisición ha influido la elevada correlación entre el perfil de los usuarios de WhatsApp y el de los de Facebook, lo que facilita vincularlos con ambas aplicaciones. Si bien WhatsApp funcionará como una división independiente y conservará su marca,

convertirse en el propietario de esta compañía ha permitido a Facebook acceder a los números de teléfono de más de 450 millones de usuarios que, a partir de ahora, podrán enlazar sus cuentas de WhatsApp con las de Facebook.

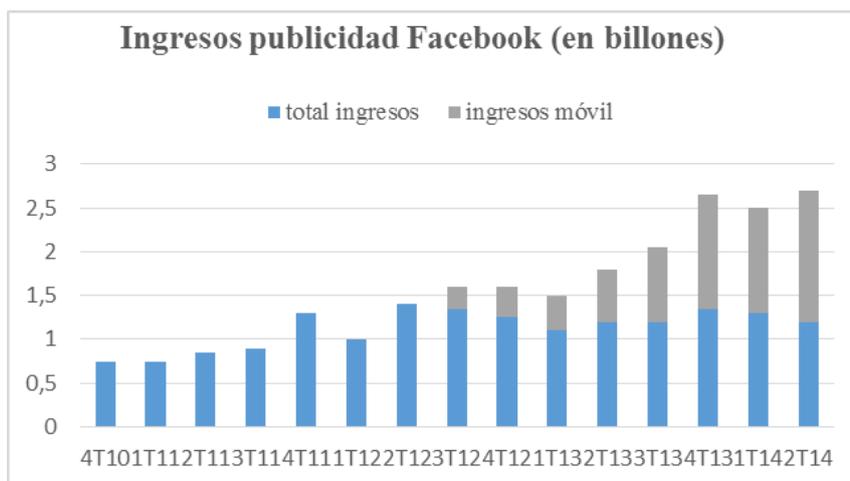
Hasta el momento WhatsApp no guardaba ni los mensajes ni las fotos que circulaban a través de su aplicación, pero Facebook parece que podría utilizar esos datos para comprender mejor a los usuarios y perfeccionar el impacto que la publicidad puede tener sobre ellos. Por tanto, esta adquisición le permite también adueñarse de la información de los usuarios de WhatsApp, los lugares donde han estado, sus números de teléfono móvil, los millones de mensajes diarios y el histórico de todas las conversaciones personales, de negocios y conexiones de todos esos clientes.

Asimismo, además de crecer en número de usuarios, Facebook pretende expandirse geográficamente, especialmente en Europa, India y América, regiones en las que WhatsApp tiene una fuerte presencia. Lógicamente, la finalidad última de este crecimiento en usuarios pasa por rentabilizar el mismo a través de incrementar los ingresos que obtiene por publicidad.

Otro de los objetivos que Facebook persigue con esta adquisición es su incorporación al sector de la telecomunicaciones y más concretamente al de la telefonía móvil. En los últimos años se ha producido una revolución en todas las empresas del sector tecnológico y de comunicación y no hay duda de que el negocio de la mensajería móvil instantánea ha sido y es el claro protagonista. Esto se debe a que dentro del sector tecnológico, uno de los mercados que más crecimiento está experimentando en los últimos años es el de los dispositivos móviles, que presenta actualmente una elevadísima demanda de smartphones y tablets. Los cambios tecnológicos, la modernización de estos dispositivos y sobre todo internet hacen de estos aparatos unas herramientas de comunicación imprescindibles por su rapidez y eficacia tanto en el ámbito particular como en el laboral. Este fenómeno abre una nueva vía para empresas anunciantes que ven en estos servicios de mensajería un vehículo para darse a conocer e insertar su publicidad.

Las conexiones de alta velocidad a través de redes wifi y 3G (ya incluso 4G en ocasiones) han permitido que las aplicaciones móviles de mensajería instantánea hayan experimentado un fuerte crecimiento en los últimos años en detrimento de los SMS, sistema de mensajería más antiguo, menos funcional, con un número de caracteres limitado y un coste elevado. Pagar dinero cada vez que se enviaba un mensaje corto es cosa del pasado y, de hecho, se estima que las operadoras de telefonía móvil han visto en los últimos años cómo dejaban de ingresar más de 45.000 millones de euros anuales (según datos de la consultora Ovum).

Ingresos por publicidad Facebook 2010-2014



Fuente: Facebook

En la actualidad, los dispositivos móviles representan más de la mitad de los ingresos publicitarios que la compañía obtiene y con la adquisición de la empresa líder en el sector persigue ampliar esta cifra. WhatsApp, a pesar de ser más limitado en sus capacidades que otras plataformas como Facebook y Twitter, se ha convertido en un fuerte competidor de las redes sociales tradicionales gracias a que desde el principio vislumbró este nicho de mercado y entendió la importancia de adoptar la tecnología móvil como modo de comunicación en las redes sociales, algo con lo que Facebook siempre ha tenido problemas. La tendencia móvil se hace cada vez más fuerte. Mientras que en el segundo trimestre de 2013 los ingresos por publicidad en dispositivos móviles representaron 41% de los ingresos totales de publicidad, un año después esa cifra se eleva a un 62%. La compañía ganó 58 millones de usuarios solo móviles en el segundo trimestre de 2014. Facebook cuenta en la actualidad con 399 millones de usuarios mensuales activos solo móviles, un 30% de su base de usuarios activos que se conecta únicamente a través de los dispositivos móviles.

Sin embargo la mensajería instantánea en la telefonía móvil era un mercado en el que Facebook no había conseguido todavía introducirse completamente a pesar de que lo intentó hace dos años cuando lanzó su servicio de mensajería móvil “Facebook Messenger” sin éxito.

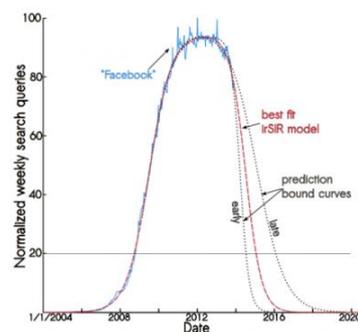
No sólo el mercado emergente de la mensajería instantánea ha supuesto un cambio importante en el mundo de las telecomunicaciones, sino que también se ha apreciado un cambio de tendencia en relación al uso de las redes sociales y la forma en que los usuarios se comunican. WhatsApp, así como otros servicios de mensajería móvil, son utilizados principalmente por los segmentos de población más joven, que en los últimos años han ido sustituyendo Facebook y otras redes sociales por estos. Si esta tendencia continua el futuro de las redes sociales puede estar en la mensajería instantánea.

Facebook, a pesar de tener una base de usuarios que alcanza los 1.200 millones, se enfrenta en la actualidad a una pérdida progresiva de usuarios, sobre todo en los Estados Unidos, donde parece que está perdiendo su éxito entre los más jóvenes. De hecho, el segmento de la población de entre 12 y 19 años se está inclinando hacia plataformas de mensajería instantánea. Se estima que unos 3 millones de jóvenes se han borrado de la red social desde 2011, y son precisamente estos los usuarios más activos, como lo demuestra el hecho de que envían más de 600 millones de fotos al día (cifra sustancialmente superior a la de los usuarios de Facebook) o el hecho de que WhatsApp tenga un 70% de usuarios activos al día mientras que Facebook tiene tan sólo un 62%.

Un estudio de dos alumnos de doctorado de la Universidad de Princeton afirma que Facebook podría perder hasta el 80% de sus usuarios entre 2015 y 2017. John Cannarella y Joshua A. Spechler, estudiantes del Departamento de Mecánica e Ingeniería Espacial, han establecido una analogía entre la curva de adopción, auge y desaparición de las redes sociales y las enfermedades infecciosas. Para justificar sus predicciones se basan en tendencias extraídas de "datos públicos de búsquedas realizadas en Google", buscador mayoritario en el mundo. A pesar de que la plataforma es la gran dominante del imperio de las redes sociales, es un hecho que es una de las que menor crecimiento ha experimentado en el último trimestre.

“El modelo epidemiológico en la dinámica de las redes sociales”, que así se llama el artículo, afirma que Facebook alcanzó su pico en 2012 y desde entonces ha ido sufriendo un paulatino descenso hasta registrar un caída de un 20% en su número de usuarios en diciembre de 2013. De cumplirse esta predicción, Facebook perdería 1.200 millones de usuarios y se quedaría con 240 millones. No son los primeros que auguran la caída de Facebook, hace unos días Global Web Index señaló que en el último trimestre Facebook había perdido un 3% de usuarios. El estudio confirma también un aumento de los usuarios de aplicaciones móviles y de mensajería instantánea en detrimento de los usuarios de redes sociales tradicionales.

Curva de crecimiento de Facebook



5. Análisis financiero de la operación: Valoración

5.1. Principales Métodos de Valoración

Existen diferentes formas de valorar una compañía (DePamphilis, D, 2011):

Valoración Patrimonial. El valor de la compañía se determina en función del conjunto de todos los elementos patrimoniales que esta posea, ya sean tangibles o intangibles, es decir, este método considera que el valor de una empresa radica en el balance o en sus activos. Se trata de una metodología que valora una compañía desde una perspectiva estática, no tiene en cuenta la posible evolución futura de la empresa, el valor temporal del dinero, u otros factores que no estén reflejados en los estados contables. Existen, a su vez, diferentes modalidades:

- Valor contable (también llamado valor en libros): es el valor contable de las acciones, es decir, el valor de los recursos propios que figuran en balance, o lo que es igual, activo total menos pasivo exigible.
- Valor contable ajustado: ajusta el valor contable del activo y pasivo a su valor de mercado.
- Valor de liquidación: es el valor de la compañía en caso de que se produzca la liquidación de la misma, es decir, tras la venta de sus activos y la cancelación de sus deudas. Se calcula como patrimonio neto ajustado menos gastos liquidación. Este método de valoración solo es útil en el caso concreto de que se quiera adquirir una compañía con el objetivo de liquidarla.
- Valor sustancial: es el valor de la inversión que debería efectuarse para constituir una empresa semejante a la que se está valorando.

No se va utilizar este método para valorar WhatsApp en este trabajo, ya que hay que considerar que la compañía nunca ha querido hacer pública la información relativa a sus cuentas anuales o balance patrimonial, por lo que no hay forma de tener acceso a dichos documentos. No obstante, no sería de gran utilidad, ya que como se ha comentado anteriormente, dado el sector al que pertenece y su modelo de negocio, una valoración de este tipo difícilmente daría un fiel reflejo del valor de la compañía. Hay que tener en cuenta que realmente sólo posee activos intangibles, sus poco más de 50 empleados, y equipos informáticos y no obtiene apenas ingresos. Su mayor activo son sus usuarios y este es un elemento que no tiene un reflejo patrimonial.

Valoración por múltiplos. Este método compara la empresa a valorar con otras empresas similares que existen en el mercado. Se trata por tanto de una valoración relativa. La compañía se valora en función a lo que el mercado está pagando por transacciones de compañías similares del mismo sector, o por su precio de mercado en el caso de compañías que cotizan en mercados oficiales.

El mayor problema radica en encontrar empresas comparables. Son compañías similares a la que estamos valorando aquellas que comparten ciertas características:

operan en el mismo negocio o sector, tienen un tamaño similar, se encuentran en la misma etapa del ciclo de crecimiento, etc.

Cuando se emplea un método de múltiplos comparables, al tratarse de compañías de diferente escala, hay que establecer una medida estandarizada, una variable común que permita compararlas. Se escogen variables representativas de las empresas, como pueden ser los beneficios (los ratios más utilizados son P/E y EV/EBITDA) o los ingresos (precio/ventas, EV/ventas), el valor en libros, o el PER, en el caso de empresas cotizadas.

Se trata de un método simple y fácil de usar. El principal problema radica en la dificultad que entraña encontrar empresas comparables que operen en el mismo sector. Diferencias en el ritmo de crecimiento, los flujos de caja o el riesgo pueden llevar a que no sea posible la utilización de este método. También diferencias en la forma de contabilizar de las compañías hacen que las magnitudes a comparar no sean equivalentes algunas veces. Se suele usar como método complementario al de descuento de flujos de caja.

La mayoría de empresas que operan en el sector son compañías jóvenes, que pueden reportar pérdidas los primeros años de vida o como en el caso de WhatsApp, no tener ingresos o no hacerlos públicos. En esos casos variables como EBITDA no reflejan el valor de la compañía.

A pesar de la dificultad para encontrar empresas realmente comparables que operen en el mismo sector y que las variables o indicadores clásicos que se emplean para comparar en este método no resultan ser tan representativos en este sector, se van a revisar las operaciones que se hayan producido en compañías que presenten similitudes para poder valorar el precio pagado.

Método de descuento de Flujos de Caja. Se basa en estimar los rendimientos futuros. Es un método por el que se determina el valor de una compañía en función de los flujos de caja (*cash flows*) que se van a generar en un futuro. Una vez que se han estimado los flujos de caja hay que determinar la tasa de descuento, esto es, el coste de capital o rentabilidad exigida por los proveedores de recursos (inversores o prestamistas) que es lo que se denomina WACC (Weighted Average Cost of Capital) y que incluye también el riesgo asociado a la operación.

Se presume una duración indefinida de la compañía y de sus flujos de caja mediante la estimación de un valor residual que se ha descontado a una tasa de crecimiento constante (*g*). Se trata del método más objetivo y fiable de valoración. El problema reside en determinar las rentas futuras, por un lado, y la tasa de descuento a aplicar para actualizar el valor al momento presente, por otro.

Será más fácil estimar flujos de caja cuanto más madura sea la compañía y por lo tanto, más estables sean sus flujos de caja. Empresas que operen en sectores cíclicos, compañías jóvenes, que se encuentren en plena reestructuración o que tengan beneficios negativos serán más difícil de valorar por este método. Además resultará más sencillo estimarlos cuanto menor sea el horizonte temporal para el que se deseen obtener.

Existen además otros factores muy difíciles de prever y con elevada repercusión en el factor riesgo de la valoración, como son la posibilidad de quiebra o la aparición de nuevas alternativas que representen una amenaza para las empresas ya establecidas. En el caso de fusiones o adquisiciones existe además el problema de estimar o cuantificar

las posibles sinergias que puedan derivarse de la operación e incorporarlas en la valoración.

Los innovadores modelos de negocio de las redes sociales, en constante evolución, representan un reto a la hora de llevar a cabo una valoración mediante el descuento de flujos de caja futuros, debido a la elevada incertidumbre acerca de los mismos, que hace muy difícil realizar una estimación justificable tanto del número de usuarios - para determinar las rentas obtenidas en concepto de suscripción de los mismos - como de los ingresos por publicidad por el incremento de usuarios de su red social.

Debido a la falta de información acerca de cuáles pueden ser los ingresos que Facebook pretende obtener de esta adquisición (puesto que dependerá en gran medida de la decisión que pudiera tomar en cuestiones como, por ejemplo, la introducción de publicidad en WhatsApp), así como acerca de los costes que tiene la compañía, no resulta posible aplicar de forma plenamente ortodoxa este método. Sin embargo, siguiendo a Damodaran, se va a tratar de plasmar una valoración que hace uso de esta metodología (aplicándola de manera más laxa) y que se va a complementar con un análisis de sensibilidad propio.

5.2. Valoración de WhatsApp

5.2.1 Valoración por Múltiplos

Como se ha comentado, esta metodología consiste en estimar el valor de una empresa por comparación con los precios de mercado observados en transacciones de compañías comparables. Una de las claves, por tanto, es identificar y seleccionar cuáles pueden ser esas empresas, y para ello lo ideal sería encontrar empresas que pertenezcan al mismo sector y tengan similares cuotas de mercado, tamaño, estructura financiera, márgenes, rentabilidades, etc. En el caso de las redes sociales no resulta fácil elegir las empresas con las que comparar, dada la falta de madurez del mercado.

En cuanto a los indicadores o variables a comparar, los múltiplos más utilizados para valorar empresas de internet son: precio/ventas, precio/suscriptor y precio/páginas visitadas (Fernández P, 2004). En el caso de WhatsApp, al igual que otras redes sociales, la mejor opción de valoración consiste en emplear múltiplos comparables referidos al número de usuarios, de modo que la valoración requiere el establecimiento del ratio “valor por usuario”.

Damodaran ha llevado a cabo un estudio con el que ha pretendido averiguar en qué se fija el mercado para valorar las compañías del sector tecnológico y de social media. Para ello analizó la correlación entre el valor que el mercado apreciaba para empresas del sector tecnológico y el valor de diferentes variables para las que se tenían datos, concluyendo que la variable clave para explicar el valor de una compañía era el número de usuarios que esta posee, puesto que era la de mayor correlación.

Existen cuantiosas evidencias al respecto que confirman los resultados del estudio. El mercado reacciona de forma diferente ante distintas evoluciones en el número de usuarios de compañías de este sector. Por ejemplo, el precio de las acciones de Zillow aumentó un 12% tras la noticia de que su número de usuarios tuvo un

crecimiento mayor al esperado. Por su parte, Twitter cayó un 25% debido a un crecimiento de los usuarios menor al esperado.

Asimismo, Damodaran llegó a la conclusión de que el grado de interacción de los usuarios es también determinante. Es decir, el valor de la compañía por usuario aumenta con el grado de interacción de los mismos (engagement). Por lo tanto, las compañías de social media cuyos usuarios pasan más tiempo en sus páginas, aplicaciones, etc. valen más que aquellas a las que sus usuarios dedican menos tiempo.

En este caso, atendiendo al precio total pagado por WhatsApp y comparándolo con el pagado por algunas compañías similares, se puede decir que WhatsApp se ha valorado en 10 veces el valor de YouTube, 20 veces el de Instagram, 2 veces el de Skype o 3 veces el de Nokia. Analizado desde esa perspectiva de precio total, la valoración de WhatsApp resulta elevada. Sin embargo, tal y como se ha señalado anteriormente, en este tipo de compañías lo más relevante es el número de usuarios, por lo que resulta más apropiado utilizar como variable comparativa, no el precio total de la compañía sino el precio o coste por usuario. Como se va a ver, en términos relativos el precio no resulta tan caro.

WhatsApp tiene, como se ha comentado con anterioridad, 450 millones de usuarios activos y el precio pagado por la compañía ha ascendido a 19.000 millones de dólares. Si se divide el precio de la operación entre el número de usuarios (usando para ello el número de usuarios activos, no el de registrados) se obtiene un precio o valor por usuario de 42 dólares. ¿Qué ocurrió en otras operaciones similares? (ver tabla 2):

- La propia Facebook en el momento de la adquisición tenía un valor de 130 dólares por usuario. Sin embargo, Facebook genera beneficios (1.491 millones de dólares en 2013) y WhatsApp no.
- En 2012 Facebook desembolsó por Instagram 1.000 millones de dólares, lo que supuso un valor de 30 dólares por usuario. El servicio, que tenía en ese momento sólo 33 millones de usuarios, cuenta hoy en día con 150 millones (un crecimiento de un 350% en dos años). Si se tiene en cuenta que Facebook ha pagado 42 dólares por usuario de WhatsApp, el precio ya no resulta tan caro o desorbitado, sobre todo cuando se espera que el número de usuarios alcance los mil millones.
- Twitter cotiza actualmente a unos 20.000 millones de dólares y se ha valorado en 18.790 millones de dólares, que dado su número de usuarios de 243 millones, resulta un valor de 77 dólares por usuario.
- El precio por acción de LinkedIn valora a esa red social profesional en 72 dólares por usuario.
- Pandora tiene un EV/usuario de 97 dólares, el de Groupon son 136 dólares y Zynga, 108 dólares.
- Snapchat cotiza a 50 dólares por usuario. Snapchat, según informes, rechazó una oferta de 3.000 millones por parte de Facebook el año pasado.
- En 2006 Google pagó por YouTube 1.650 millones de dólares. YouTube contaba con unos 72 millones de visitantes mensuales, lo que supuso un valor por usuario de 22 dólares.

Por lo tanto, si bien la aplicación de este método no permite obtener un valor cierto y seguro para la compañía, sí que por el contrario posibilita evaluar en qué medida Facebook ha podido acertar en el importe pagado, resultando que de acuerdo a la comparación con los precios en que el mercado valora compañías similares del mismo sector (de acuerdo al ratio Valor empresa/usuario), el precio de adquisición de WhatsApp no resulta tan elevado.

Comparativa Redes Sociales (tabla2)

Compañía	Capitalización bursátil (M\$)	Valor de mercado (EV) M\$	Ingresos (M\$)	EBITDA (M\$)	Beneficio Neto (M\$)	Número de Usuarios (millones)	EV/usuario	EV/Ingresos	EV/EBITDA	PE
Facebook	173.540	160.090	7.870	3.930	1.490	1.230	130.15	20.34	40.74	116.47
LinkedIn	23.530	19.980	1.530	182	27	277	72.13	13.06	109.78	871.48
Twitter	20.130	18.790	665	-542	-645	243	77.33	28.26	NA	NA
Pandora	7.320	7.150	655	-18	-29	73.4	97.41	10.92	NA	NA
Groupon	6.690	5.880	2.440	125	-95	43	136.74	2.41	47.04	NA
Netflix	25.900	25.380	4.370	277	112	44	576.82	5.81	91.62	231.25
Yelp	6.200	5.790	233	2.4	-10	120	48.25	24.85	2.412,50	NA
Open Table	1.720	1.500	190	63	33	14	107.14	7.89	23.81	52.12
Zynga	4.200	2.930	873	74	-37	27	108.52	3.36	39.59	NA

Fuente: Aswath Damodaran

sintetia

5.2.2. Valoración basada en descuento de flujos de caja

La dificultad que entraña valorar una compañía como WhatsApp lleva a buscar variantes al método de descuento de flujos de caja tradicional.

En este sentido, Damodaran plantea realizar el proceso de manera inversa: partiendo del precio pagado, se trata de determinar cuáles deberían ser los beneficios después de impuestos que tendría que aportar WhatsApp a Facebook para justificar su valoración.

Para ello, dada la falta de información, es necesario realizar una serie de suposiciones y simplificaciones, entre las que destacan: 1) considerar que dado su tamaño, los gastos de WhatsApp no son significativos a la hora de determinar los flujos de caja, 2) que estos flujos no se verán afectados por nuevo Capex o por nuevas Necesidades Operativas de Fondos; 3) que por tanto se utilizará como variable a descontar, no los flujos de caja sino un pseudo beneficio después de impuestos que reflejará el mejor de los escenarios posibles (dada la ausencia de elementos negativos en los flujos calculados, 4) que la generación de esos beneficios será sine die (considerándolo como una renta perpetua sin crecimiento), y 5) que será necesario un determinado número de años hasta que esos beneficios pueden empezar a obtenerse de forma recurrente.

Partiendo en consecuencia de que el precio de la transacción se fijó en 19.000 millones de dólares, se trata de averiguar qué beneficio debería obtener de manera recurrente para que se justifique dicho precio y en consecuencia cómo se podría alcanzar (ver tabla 3).

Con el fin de obtener un primer valor central para el modelo, la tasa de descuento a aplicar (considerando sólo coste de capital, puesto que la adquisición se realiza con recursos propios) será la suma de la tasa de interés del activo sin riesgo (3%) más el producto de la tasa relativa de riesgo, lo que se conoce como beta (correlación de la compañía con el mercado, que se fija en el 1,15, igual a la que Facebook tiene en la actualidad) multiplicada por la prima de riesgo del mercado (que se fija en un 5%)

A esta tasa de descuento y considerando que se comiencen a generar los beneficios recurrentes transcurridos cinco años, Facebook tendría que obtener beneficios estables después de impuestos superiores a 2.528 millones de dólares para que la operación fuera rentable. Asumiendo una tasa de impuestos de un 30%, los beneficios antes de impuestos que tendría que obtener para que el precio de adquisición estuviera justificado deberían ser superiores a los 3.612 millones de euros.

Descuento de Flujos de caja (tabla3)

<i>Precio de adquisición</i>	1.9000
<i>Beta</i>	1,15
<i>Nº años hasta obtener beneficio recurrente</i>	5
<i>Impuestos (t)</i>	30%
<i>Tasa de descuento</i>	8,75%
<i>Umbral de rentabilidad (después impuestos)</i>	2528,76
<i>Umbral de rentabilidad (antes impuestos)</i>	3612,52

Es decir, para las condiciones expuestas, se tendrían que obtener 3.613 millones de dólares en beneficios antes de impuestos, y bajo la premisa de que no se consideran gastos (lo que es irreal), esto significaría que como cada usuario paga un dólar, WhatsApp debería tener 3.613 millones de usuarios a partir del quinto año (como en el resto del análisis, se está prescindiendo de los ingresos obtenidos en los años previos al que se fija como primer año de obtención de beneficios recurrentes, en este caso el quinto). Teniendo en cuenta que WhatsApp está creciendo a un ritmo de 365 millones de usuarios al año y que en la actualidad tiene 650 millones de usuarios, en cinco años tendría 2.275 millones, insuficiente para los ingresos que debería conseguir.

Otra posibilidad sería incrementar el coste que se paga por la suscripción a WhatsApp. En este caso, y suponiendo que se mantuviera el ritmo de crecimiento y se alcanzarán los 2.275 millones, WhatsApp debería cobrar en torno a 1,6 dólares a cada usuario por año, lo que no supone un coste excesivamente elevado.

Asimismo, se podría también considerar que WhatsApp comenzará a percibir ingresos a través de publicidad. Sin embargo, esta posibilidad supondría romper con uno de los principios que han mantenido los fundadores de WhatsApp y que no es otro que la ausencia de publicidad en su aplicación.

Sin embargo, en la valoración no se están teniendo en cuenta ingresos procedentes de otros conceptos y que Facebook espera obtener. En primer lugar, como se ha comentado antes, WhatsApp es de pago para todos los dispositivos iOS. Cada usuario de iPhone tiene que pagar 1 dólar para descargarse la aplicación. Se cree que el número de móviles Apple vendidos habrá alcanzado para el tercer trimestre de 2014 una cifra cercana a los 40 millones. Actualmente se estima que existen aproximadamente 500 millones de iPhones en todo el mundo. Esto podría suponer para Facebook una partida de al menos 40 millones de ingresos extra al final de este año en concepto de nuevas suscripciones. Analistas de BNP Paribas estiman un crecimiento de este tipo de dispositivos en un 15% interanual.

Se ha elaborado también un análisis de sensibilidad a las variaciones de la variable Beta y del número de años que serían necesarios para que se comenzaran a obtener los beneficios recurrentes necesarios para justificar el precio pagado. Los datos del análisis son los siguientes:

Análisis sensibilidad variando Beta y nº años necesarios para beneficio recurrente (Millones \$)					
	Beta	1,00	1,15	1,30	1,50
Años necesarios					
0		2.171	2.375	2.579	2.850
2		2.533	2.809	3.092	3.480
5		3.191	3.613	4.059	4.695
7		3.721	4.272	4.867	5.733

Otra consideración interesante sería analizar el efecto adicional que tanto en ingresos como en gastos pudiera tener Facebook en sus propias cuentas gracias a la adquisición de WhatsApp.

Es de suponer que Facebook incrementaría sus ingresos por publicidad, no solamente por el incremento de usuarios que le llegarían a través de WhatsApp, sino también por el encarecimiento de sus anuncios debido a la mayor base de usuarios y el mayor “*engagement*” de estos, y por tanto la mayor efectividad de la publicidad.

Según datos de Facebook, en 2013 obtuvo ingresos por valor de 7,87 billones de dólares y en el último trimestre del mismo año sus ingresos alcanzaron los 2,59 billones, de los cuales 2.34 billones de dólares fueron ingresos por publicidad. Esto supone que aproximadamente un 90% de los ingresos totales provienen de esta. Los ingresos medios por usuario procedentes de la publicidad se espera que rondan los 1,93 dólares en 2014. Estos han tenido una tasa de crecimiento positivo de en torno a un 20% cada año. Así lo razonable sería suponer que van a seguir la misma evolución en los próximos años. Facebook, cuando dio a conocer los resultados del segundo trimestre de 2014, dijo que el precio efectivo medio por anuncio había aumentado un 123% en dicho trimestre respecto al año anterior, por lo que de seguir así los ingresos que obtiene Facebook por publicidad podrían crecer a un ritmo incluso mayor.

La cuestión es, ¿en qué medida podría beneficiarse Facebook de un incremento de su base de usuarios a través de la adquisición de WhatsApp? Basándose en los datos aportados por Facebook en su web corporativa, se observa cómo el número de usuarios activos mensuales (Monthly active users, MAUs) se ha ido incrementando todos los años desde que se fundó la compañía. Sin embargo la tasa de crecimiento ha disminuido desde 2012, año en el que registró su mayor crecimiento. En 2013 el número de usuarios creció un 16% frente al año anterior, mientras que en lo que va de año sólo ha crecido un 10% respecto de 2013. De seguir esta tendencia, el número de usuarios activos de Facebook parece que seguirá creciendo pero un ritmo cada vez menor.

Con la adquisición de WhatsApp, Facebook podría acelerar su crecimiento e incrementar su base de usuarios. Sin embargo no hay datos de cuantos usuarios de WhatsApp ya poseen una cuenta en la red social, que podrían ser la mayoría - ya que el número de usuarios de la aplicación de mensajería es en la actualidad inferior al de Facebook. Tampoco se puede afirmar que todos los usuarios de la aplicación de mensajería instantánea vayan a abrirse una cuenta en la red social. En relación con esto, resulta interesante mencionar un estudio de Smartme Analytics sobre los hábitos de uso de las redes sociales, que concluyó que un 72% de la población que posee un Smartphone son usuarios activos de ambas plataformas, Facebook y WhatsApp. Cada vez son más las personas que tienen un Smartphone, además es el tipo de perfil que es usuario de redes sociales.

Por lo tanto se podría intentar utilizar esta correlación para estimar la proporción de usuarios de WhatsApp que pasarían a ser usuarios también de Facebook, pero dadas las limitaciones expuestas en el párrafo anterior y que continúa siendo muy difícil estimar razonablemente cuantos usuarios nuevos va a adquirir Facebook de la mano de WhatsApp, no resulta suficientemente sólida su utilización para tenerla en cuenta en la valoración.

En cuanto a los gastos, según la información publicada por Facebook, estos suponen un 45% del total de los ingresos de la compañía. Se va a suponer que van a seguir esa tendencia en el futuro y que los gastos generados por WhatsApp son insignificantes en comparación con los de Facebook – no tienen gastos de marketing – y además tras la adquisición se han podido producir sinergias que hayan hecho que los costes de la red social sean menores.

6.- Opiniones en los mercados y de expertos en Social Media

En general, la sensación inicial por la valoración de WhatsApp entre los analistas ha sido de sorpresa y pocas veces ha suscitado opiniones tan contrarias. Sólo el tiempo dirá si el precio ha sido adecuado, demasiado alto o por el contrario demasiado barato.

Para algunos expertos la operación es una buena estrategia por parte de Facebook, que se ha dado cuenta del potencial de WhatsApp en cuanto a número de usuarios. Apoyan su opinión en base al gran número de usuarios que posee esta compañía en la actualidad y sobre todo en sus expectativas de crecimiento. Piensan que la aplicación de mensajería podría llegar a los mil millones de usuarios registrados en un plazo de dos a tres años, lo que supondría una base de usuarios mayor que la de la propia Facebook.

Otros, sin embargo, opinan que el precio pagado por la operación, que según datos de Thompson Reuters es la quinta mayor adquisición tecnológica de la historia, es desorbitado y que no va a ser rentable para la empresa adquirente. Basan sus afirmaciones en que WhatsApp no vale nada como compañía y que se está pagando en base a unas expectativas de futuro. Dicen que esta operación les recuerda a lo sucedido en los años 90 con la burbuja tecnológica de las puntocom.

Gene Munster, analista de Piper Jaffray, afirma que la operación es demasiado cara y que los múltiplos pagados están por encima de la media del sector. Además, considera que no comenzará a generar beneficios a la empresa hasta 2015, como mínimo.

Greg Sterling, de Opus Research ha dicho: “El tamaño de esta operación es enorme y la gente va a hablar de burbuja. Es un riesgo para Facebook porque entre los medios sociales funcionan las modas y el próximo año lo último puede ser otra aplicación con un crecimiento extremadamente rápido”.

Rob Enderle, de Enderle Group en declaraciones a CNBC: “Han comprado WhatsApp porque están desesperados. Me recuerda a algunas de las estrategias de la era puntocom...En realidad me da escalofríos”.

Hay otros analistas que apuntan a que la cifra puede no ser excesiva. El banco de inversiones Citi ha afirmado que "la valoración parece razonable, si no conservadora, si se compara con empresas comparables". El precio pagado valora en 42 dólares cada usuario, menos de una tercera parte del valor por usuario de Facebook, que es de 150 dólares.

La agencia Bloomberg ha calculado que WhatsApp estaría valorada a 19 veces sus ventas estimadas, un nivel que sólo alcanzan 35 compañías en todo Wall Street. Estos múltiplos solo se pagan por compañías farmacéuticas y biotecnológicas. Sin embargo afirman que con el tiempo, dados sus actuales niveles de crecimiento, puede llegar a los 1.000 millones de usuarios. "La valoración no está necesariamente fuera de mercado para una empresa que está creciendo muy rápido”.

Para Yoshikami, CEO de Destination Wealth Management, el pago en efectivo de 3.000 millones de dólares que va a desembolsar Facebook es casi “ridículo”. El resto lo pagará en acciones que después de la caída tras el anuncio de la operación están en máximos históricos tras subir un 130% en los últimos doce meses y alcanzar una capitalización de 170.000 millones de dólares.

Benedict Evans, de Andreessen Horowitz “Hay que preguntarse si vale la pena pagar por WhatsApp el 10% del valor de Facebook. El acuerdo valora a los usuarios de WhatsApp en 43 dólares cada uno, muy cerca de lo que Google pagó por YouTube”.

Kim Chang-Kwon, KDB Daewoo Securities «El acuerdo muestra claramente que el servicio de mensajería móvil tiene gran potencial para crecer».

De los 44 analistas que cubren Facebook, 37 recomiendan "comprar" el valor, según datos de Thomson Reuters. Ninguno tenía una recomendación de "vender".

7. Conclusiones

Parece que el objetivo principal de Facebook con la adquisición de WhatsApp ha sido en primer lugar la obtención de un rápido crecimiento a través del incremento de su base de usuarios. Para ello ha elegido como empresa objetivo a la compañía líder en el sector de la mensajería móvil y a la que mayor crecimiento está experimentando.

En segundo lugar, a través de esta operación ha querido reforzar su posición en el negocio de la comunicación móvil y las redes sociales. WhatsApp por su parte no ha perdido su personalidad jurídica y seguirá funcionando como una plataforma independiente de Facebook. Se trataría de una adquisición de activos ya que se ha producido una transferencia de los títulos de propiedad. La contraprestación se ha realizado mediante el pago de efectivo y de acciones de Facebook a los accionistas de la empresa adquirida.

Desde un punto de vista estratégico, por tanto, la operación de adquisición resulta adecuada para conseguir los dos objetivos que persigue Facebook.

Sin embargo, a pesar de que la operación está justificada estratégicamente, se plantean dudas en cuanto a la adecuación económica de la misma. Desde esta perspectiva, la razonabilidad de la operación no está tan clara.

La valoración de WhatsApp y, en concreto, el precio pagado para su adquisición ha suscitado opiniones en todos los sentidos. Obviamente si Facebook ha realizado esta adquisición es porque creía era rentable y porque esperaba obtener de ella ingresos en el futuro que le permitieran recuperar la inversión inicial y además obtener un beneficio.

La valoración por múltiplos, en este sentido, permite despejar dudas. Desde un punto de vista objetivo, comparando el precio pagado en esta operación con el pagado por transacciones de compañías similares o con el valor por usuario de otras redes sociales se puede afirmar que no es tan caro.

Por el contrario, no se llega a la misma conclusión por el método de descuento de flujos de caja. Según esta metodología de valoración, una operación es exitosa cuando crea valor para el accionista, esto es, cuando el precio de compra sea inferior al valor actual de los flujos de caja efectivos. Si bien es cierto que no existen datos suficientes para poder realizar una valoración ortodoxa de este tipo, la adaptación que se ha realizado ha puesto de manifiesto que se necesitaría un número de usuarios muy superior al que se conseguiría a las tasas de crecimiento actuales (muy complicado) o bien que sería necesario incrementar el importe que se carga a los usuarios por año desde el dólar actual hasta 1,60 dólares (incremento pequeño en términos absolutos, pero de imprevisibles consecuencias dado que existen plataformas alternativas que ofrecen el mismo servicio de manera gratuita).

Es necesario mencionar que el altísimo precio pagado en esta operación recuerda a lo que sucedió en los años 90 con la crisis de las empresas puntocom, cuya valoración estuvo basada en el número de visitantes que tenía la página web – una medida parecida a la utilizada para valorar WhatsApp, el volumen de usuarios registrados – y en base al tiempo que esos visitantes pasaban en las mismas. Se sobrevaloraron estas empresas que como resultado vieron rápidamente incrementado su valor en las bolsas de valores porque prometían un gran crecimiento y una gran rentabilidad con baja inversión. En ese tiempo se produjo una avalancha de operaciones en el sector online, fruto la mayoría de la especulación. Se pagaron cantidades astronómicas por compañías que no valían

nada. El cambio de las expectativas sobre estas compañías, entre otros factores, provocó una caída estrepitosa de las empresas tecnológicas en las bolsas, llegando a la desconfianza generalizada a los mercados financieros. Hasta el punto que la bolsa Nasdaq de Nueva York llegó a perder un 70% de su valor.

El tamaño de esta operación es enorme y en los mercados ya se ha empezado a hablar de burbuja. El sector tecnológico y de Social Media es un sector muy volátil, evoluciona a un ritmo muy rápido y funciona por modas. Como ya se conoce las modas son cambiantes y lo que ahora goza de una gran popularidad quizás en el próximo año o dentro de unos meses esté obsoleto y pasado de moda.

Esta operación supone sin ninguna duda un gran riesgo para Facebook, que ha pagado una gran cantidad de dinero por una empresa que quizás podría no valer nada en un periodo de tiempo futuro no muy largo. Facebook ha pagado por WhatsApp un 10% del valor de su compañía y según el acuerdo de adquisición ha valorado a cada usuario de la compañía líder de mensajería instantánea en 42 dólares.

Se está pagando una cifra muy alta por una compañía que no tiene ningún valor real y que justifica la rentabilidad de la operación en el crecimiento del número de usuarios registrados. Sin embargo, en descargo de Facebook, se puede argumentar que al haber pagado una gran parte de ese precio con acciones propias suyas, si se ha equivocado y ha sobrevalorado la compañía adquirida, los anteriores dueños de WhatsApp lo sufrirán también en su propio patrimonio por el desgaste que esta operación supondrá para las acciones de Facebook en el mercado.

Para concluir, tal y como ocurre en este tipo de transacciones, incluso aunque los métodos de valoración arrojen resultados positivos, nunca se puede asegurar al 100% que se cumplirán las expectativas. Sólo el tiempo dirá si el precio de la adquisición estaba sobrevalorado o si por el contrario estaba justificado y Facebook obtendrá una rentabilidad derivada de esta operación.

ANEXO 1



Fuente: Estrategia de Inversión

Caída de acciones de Facebook que cotizan en la bolsa Nasdaq cuando se anunció la adquisición de WhatsApp.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Mascareñas, J. 2011, *Fusiones, Adquisiciones y Valoración de Empresas*. Ecobook, Madrid.
- Brealey, R. Meyers, S. 2003, *Principios de Finanzas Corporativas*. McGraw Hill, Madrid.
- Damodaran, A. 2002, *Investment valuation: Tools and Techniques for determining the value of any assets*. John Wiley Finance, New York.
- Cartwright, S. Schoenberg, R. 2006, *Thirty years of Mergers and Acquisitions research: recent advances and future opportunities*. British Journal of Management.
- Fernández, P. Bonet, A. 2003, *Fusiones, Adquisiciones y Control de las Empresas*. www.iese.edu.
- Fernandez, P. 2004, *Valoración de Empresas*, Ediciones Gestión 2000.
- Harford, J. 1999, *Corporate cash reserves and Acquisitions*. The Journal of Finances. Wiley Online Library.
- Gordon A. Barney, B. 1990, *Management objectives in Mergers and Acquisitions*. Strategic Management Journal, volume 11, Issue 1.
- Faccio, M. Masulis, RW. 2005, *The choice of payment method in European Mergers & Acquisitions*. The Journal of finance.
- Martynova M. Renneboog L. 2006, *Mergers and Acquisitions in Europe*. Center Discussion paper vol. 2006 – 6 Tilburg Finance, Amsterdam.
- DePamphilis, D. 2011, *Mergers and Acquisitions basics: all you need to know*. Elsevier.
- Caldevilla Domínguez, D. 2010, *Las Redes Sociales. tipología, uso y consumo de las redes 2.0 en la sociedad digital actual*. Documentación de las Ciencias de la Información ISSN: 0210-4210. 2010, vol. 33, 45-68.
- La sociedad en red Informe anual Julio 2013. Ministerio de Industria Energía y Turismo.
- Shleifer, A. Vishny, R. 2003, *Stock market driven acquisitions*. Journal of Financial Economics 70, 295-311.
- Chatterjee, S. 1986, *Types of synergy and economic value: the impact of acquisitions on merging and rival firms*. Strategic Management Journal, Vol. 7, No. 2.

- Lubatkin, M. 1983, *Mergers and the performance of the acquiring firm*. Academy of Management Review, vol. 8, No. 2.
- Towers Perrin, 2001, *M&A Imperatives: Six aspects of successful Mergers and Acquisitions*. Tillinghast.
- Jensen, M. Ruback, R. 1983, *The market for corporate control*. Journal of Financial Economics. 11 pp. 5-50. North-Holland Publishing Company.
- Trautwein, F. 1990, *Merger motives and Merger prescriptions*. Strategic Management Journal vol. 11 n° 4. Wiley online library. (www.jstor.org/stable/2486680)
- James E. Morris. 2004, *Accounting for Mergers and Acquisitions, Equity and Credit analysts*. McGraw-Hill.
- Myers, S. Majluf, N. 1984, *Corporate financing and investment decisions when firms have information than investors do not have*. Journal of Financial Economics, vol.13 No 2.
- Hansen, A. 1987, *Theory for the Choice of Exchange Medium in Mergers and Acquisitions*. The Journal of Business, vol. 60, No 1. (www.jstor.org/stable/2352948)
- Gugler, K. 2001, *Corporate Governance and Economic Performance*. Oxford University Press.
- Cosh, A. Hughes, A. 2008, *Takeovers after Takeovers*. Centre for Business Research, University of Cambridge. Working Paper No. 363.
- Informe Altran Evolución del macro-sector de las Telecomunicaciones en España 2012-2015.
- *Journal of Computer-Mediated Communication*, 2014, International Communication Association. Vol. 19, issue 2.
- www.nasdaq.com/symbol/fb/financials
- www.aswathdamodaran.blogspot.com
- www.marketwatch.com/investing/stock/fb/financials
- www.investor.fb.com
- www.facebook.com
- www.cincodias.com/cincodias/2014/02/19/tecnologia/1392849866_436250.html
- www.ft.com/cms/s/0/44d4fc72-99b2-11e3-b3a2-00144feab7de.htm//
- www.expansion.com/2014/02/20/empresas/tmt/1392910898.html

- <http://blog.bearing-c/onsulting.com/2014/02/19/breakthrough-innovation-in-instant-messaging-facebook-buys-whatsapp/>
- www.tecnologia/elpais.com/tecnologia/2014/01/23/actualidad/1390466544
- www.thedrum.com/news/201402/20/reaction-facebook-acquires-whatsapp-digitalbi-mediacom-bloom-worldwide-arena
- www.finanzas.com/noticias/empresas/20140221/whatsapp-razones-explican-facebook-2610818.html
- www.forbes.com/sites/parmyolson/2014/03/04/inside-the-facebook-whatsapp-megadeal
- www.reuters.com/article/2014/02/19/us-whatsapp-facebook-idUSBREA1I26B20140219
- www.sequoiacapital.tumblr.com/post/77211282835/four-numbers-that-explain-why-facebook-acquired
- www.eleconomista.es/interstitial/volver/50023286782/tecnologia/noticias/
- www.finance.yahoo.com/news/must-know-facebook-acquires-whatsapp-162740629.html
- www.elfinanciero.com.mx/empresas/facebook-compra-whatsapp-en-16-mil-mdd.html