



FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES
(ICAIDE)

ANÁLISIS DEL RIESGO DE TIPO DE CAMBIO EN LAS OPERACIONES DE FUSIONES Y ADQUISICIONES EN LA INDUSTRIA PAPELERA

Autor: David Jiménez-Blanco Unciti
Director: Cristina Lozano Colomer

Madrid
Junio, 2015

David
Jiménez-Blanco
Unciti

**TÍTULO DE TESIS, TESINA, PROYECTO FIN DE CARRERA, TRABAJO FIN
DE GRADO O TRABAJO FIN DE MÁSTER**



ANÁLISIS DEL RIESGO DE TIPO DE CAMBIO EN LAS OPERACIONES DE FUSIONES Y ADQUISICIONES EN LA INDUSTRIA PAPELERA

Resumen

El objetivo final de este trabajo no es otro que analizar la incidencia del riesgo de tipo de cambio dentro de una industria en concreto, la papelera, durante y después de la consumación de una operación de fusión o adquisición. Con este fin, el primer capítulo introduce el concepto de riesgo de tipo de cambio a la vez que introduce los conceptos iniciales de cobertura y su papel en las operaciones de fusiones y adquisiciones internacionales para poder continuar con el segundo capítulo, que es un análisis profundo de la industria papelera y sus tendencias presentes y futuras. El tercer capítulo trata sobre las fusiones y adquisiciones en general, sus motivaciones, procesos y características. Por último, se realiza un análisis del riesgo del tipo de cambio, una breve introducción a las opciones y derivados, y se presentan los dos riesgos asociados al tipo de cambio en una operación de este tipo; el riesgo pre-operación y el riesgo post-operación. Para finalizar se presentan las conclusiones extraídas del análisis.

Palabras clave: riesgo financiero, fusión, adquisición, tipo de cambio, industria papelera

ANALYSIS OF THE EFFECT OF EXCHANGE RISK ON MERGERS AND ACQUISITIONS ON THE PAPER INDUSTRY

Abstract

The ultimate goal of this essay is none other than to analyse what effects the exchange risk poses on the mergers and acquisitions activity in a specific sector, the paper industry, during and after these operations. To this end, the first chapter provides an introduction to the notion of exchange risk, the initial concept of risk hedging and its role in cross-border mergers and acquisitions to continue with the second chapter which is an in depth study of the paper industry and its present and future trends. The third chapter discusses the process of mergers and acquisitions in general, the motivations to pursue them, their processes and their characteristics. The fourth chapter analyses the exchange risk, followed by a brief description of the mechanics of options and derivatives, and the emergence of the two types of exchange risk are brought to light; pre-merger or acquisition risk and post-merger or acquisition risk. To end, the conclusions are presented in the final chapter.

Key words: financial risk, merger, acquisition, exchange risk, paper industry

Tabla de contenido

1. Introducción	6
2. Análisis de la industria papelera	8
2.1. <i>El ciclo de vida de la industria</i>	9
2.2. <i>Tendencias presentes y futuras</i>	9
2.3. <i>Productos y servicios de la industria</i>	12
2.4. <i>Mercados principales</i>	14
2.5. <i>Motores externos claves de la industria</i>	16
2.6. <i>Análisis Porter de la industria papelera</i>	18
3. Las operaciones de fusiones y adquisiciones	25
3.1. <i>Motivaciones de adquisición y venta y el problema de agencia</i>	27
3.2. <i>Planificación estratégica</i>	30
3.3. <i>Valoración y financiación</i>	31
4. Análisis del riesgo de tipo de cambio	34
4.1. <i>Los contratos forward y las opciones</i>	36
4.2. <i>Incidencia del tipo de cambio en las operaciones de F&A de la industria papelera</i>	41
5. Conclusiones	44
6. Bibliografía	47

1. Introducción

“El riesgo proviene de no comprender lo que estás haciendo” (Warren Buffet)

Gracias al proceso de globalización del comercio durante las últimas décadas, prácticamente la totalidad de las empresas domésticas están expuestas al riesgo de tipo de cambio – el riesgo inducido por una fluctuación en el valor de las divisas. Esto puede ser tanto porque venden sus productos al exterior (exportadores), o compran materias primas de fuera (importadores), o simplemente porque compiten contra empresas internacionales en su mercado doméstico.

La cobertura activa en la gestión del riesgo de las empresas no financieras elimina la incertidumbre y reduce la posibilidad de consecuencias negativas para la empresa. Los productos derivados se han convertido en una herramienta de importancia creciente a la hora de realizar estrategias de cobertura corporativas durante las últimas tres décadas. El estudio realizado en Wharton en 1998 sobre empresas no financieras estadounidenses desveló que un 41,5% hacía uso de derivados para manejar el tipo de cambio (Bodnar et al., 1998). Sin embargo, las exposiciones al riesgo cubiertas por el uso de derivados son aún así relativamente modestas en relación con el tamaño de las empresas (Guay, W. y Kothari, S., 2003). La razón principal se debe probablemente a que no siempre es posible la cobertura con derivados, especialmente en exposiciones al riesgo a largo plazo, y cuando sí es posible, puede resultar relativamente caro debido por los problemas de prórroga de los contratos (Garfinkel, J. A. y Hankins, K. W., 2011). Es por todo esto por lo que junto con el uso de los derivados, los programas de cobertura de riesgos de las empresas incluyen otros medios de cobertura, como actividades financieras y operativas.

Este trabajo se centra en los problemas del riesgo de tipo de cambio de una industria en particular, la papelera, durante el proceso, y a continuación de él, de las operaciones de fusiones y adquisiciones (F&A o M&A por sus siglas en inglés). Las operaciones de F&A internacionales – entre empresas que operan en distintos países – alcanzaron su cénit de 1,8 billones de dólares en 2007 (Thomson Reuters, 2015), un 44,8% del total. Tras la crisis financiera mundial, el valor de las F&A internacionales llegó a caer hasta mínimos en 2009, recuperándose por fin en 2014 con un valor aproximado de 1,3 billones de dólares.

La industria papelera no es ninguna excepción. Ha sufrido los efectos de la crisis financiera y también de los cambios sociales, económicos y tecnológicos causados por la globalización. En los próximos años se decidirá en gran medida el porvenir de la industria en el medio y largo plazo. Aquellas empresas que aprovechen la coyuntura actual y consigan implantar una política de expansión internacional de éxito serán las que probablemente prevalezcan.

Este trabajo pretende analizar uno de los riesgos concretos asociados a este movimiento de consolidación en la industria papelera: el riesgo de tipo de cambio. Para ello el trabajo se divide en cinco capítulos. El primero, la introducción, busca introducir al lector en las razones por las que se ha realizado el análisis, a la vez que aporta una pequeña muestra de la importancia de la gestión del tipo de cambio y la creciente importancia de su gestión de cara al devenir de las empresas en la industria.

El segundo capítulo trata sobre la industria papelera en su globalidad, y presenta al lector con un dibujo de la situación actual de esta, sus variables clave, y postular el probable devenir de la industria en los próximos años. Este análisis está compuesto por una breve introducción de la situación actual, seguido por las características principales de esta y un análisis Porter. Este capítulo pretende ofrecer al lector un marco desde el cual comprender de forma mejor el por qué de la creciente tendencia de consolidación en el sector, y por ende de la importancia de la correcta gestión del tipo de cambio. Sin embargo, una comprensión de la industria es igual de importante que el del funcionamiento y los entresijos de las operaciones de fusiones y adquisiciones, presentados en el tercer capítulo.

Este capítulo presenta al lector con los conocimientos necesarios para poder comprender bien la incidencia del riesgo de tipo de cambio, analizados en el capítulo cuarto del trabajo, durante y después de la operación. Hace una descripción general de la operativa de las F&A, introduciendo las motivaciones generales, los conceptos de planificación estratégica y las metodologías de valoración para llevar a cabo una operación de este tipo en el primer, segundo y tercer epígrafe del tema. El fin último de este capítulo es demostrar como la forma de atajar las tesituras ante las que se enfrenta el sector papelero es llevando cabo operaciones de este tipo, y justificar la tendencia de consolidación expuesta en el capítulo anterior.

El cuarto capítulo comienza haciendo una breve introducción del riesgo de tipo de cambio, a la vez que hace una breve descripción de los conceptos y funcionamiento de los contratos forward y las opciones financieras en el segundo

epígrafe. Para terminar, el tercer epígrafe divide los dos momentos críticos de la F&A en los que incide el riesgo de tipo de cambio; durante la operación y una vez consumada. Por último, el trabajo concluye con una reflexión final en el capítulo cinco.

2. Análisis de la industria papelera

Las compañías papeleras conforman una industria consolidada de naturaleza muy global, generando unos ingresos proyectados de 566,8 miles de millones de dólares durante 2015. Durante los cinco años posteriores al 2012, se esperaba una disminución de los ingresos a un ritmo anual medio de un 0,4%. Sin embargo se ha experimentado un ligero crecimiento debido a una demanda en auge de productos derivados del cartón como pueden ser el cartón de embalaje y el papel higiénico (Encyclopedia of Global Industries, 2014). Los operadores de la industria han visto reducirse los ingresos entre 2012 y 2014, pero esta ha mostrado signos claros de recuperación. El uso global de Internet se ha disparado durante los últimos cinco años, en especial con relación a las compras online. Aunque la demanda por papel de imprimir y de escribir ha disminuido como respuesta a estos cambios estructurales en relación con los medios digitales y la publicidad en línea en mercados maduros, como son América del Norte y Europa, la compraventa online ha aumentado la demanda total por el cartón corrugado y productos de embalaje (IBIS World Industry Report, 2015).

Auges recientes de producción en los países en vías de desarrollo han ayudado a minimizar el retroceso de la industria en países más maduros durante los últimos años. Los productos sanitarios y el papel higiénico, elaborados con las pastas de legía y de papel, han sido objetos de un aumento constante de demanda en estos países. Gracias a esto, los analistas esperan una continuación de este fuerte crecimiento en estas áreas, que su vez tire de la industria hasta un crecimiento esperado total en 2015 de un 0,4% aproximadamente (IBIS World Industry Report, 2015).

Durante el siguiente lustro, se espera que los ingresos aumentarán a un ritmo anualizado de un 0,5% hasta llegar a 581 mil millones de dólares. Un aumento en la

producción industrial, en especial en Asia y Suramérica, conllevará a un aumento de demanda de productos derivados del cartón. Además, el crecimiento total de la industria en los mercados emergentes se espera que deje atrás al de los países desarrollados debido a una constante disminución de la producción del papel de prensa y papel fino gracias a la transición a los medios digitales. Los medios impresos tradicionalmente han jugado un papel importante a la hora de asegurar unos ingresos estables a las compañías papeleras, y muchos de los agentes o empresas anunciantes que dependen de la buena circulación de revistas y periódicos también son mercados claves de esta industria (Encyclopedia of American Industries, 2015). Sin embargo, a medida que los consumidores cada vez consumen más contenido informativo y de entretenimiento a través de medios digitales (como pueden ser las tabletas, ordenadores o móviles), la demanda de papel y pasta de muchas editoriales y sus anunciantes ha caído. Esto se presenta como la mayor amenaza para la industria de cara a los siguientes cinco años (Encyclopedia of Global Industries, 2014).

2.1. El ciclo de vida de la industria

La industria papelera está en la etapa de madurez de su ciclo de vida. Durante los 10 años precedentes al 2020, el valor añadido de la industria, que mide la contribución de esta a la economía mundial, se proyecta que aumente a un ritmo anual del 0,2% (IBIS World Industry Report, 2015). En comparación, el PIB mundial se estima que aumentará a un ritmo anual del 2,6% durante el mismo periodo (CIA World Factbook, 2015). La industria está creciendo, aunque sea a un ritmo menor que la economía global, lo cual es un gran indicador de la etapa de madurez del ciclo de vida de la industria en la que se encuentra. El crecimiento en el valor añadido de la industria ha sido consecuencia del aumento en el número de trabajadores, el aumento en los salarios y el aumento de plantas manufactureras (IBIS World Industry Report, 2015).

2.2. Tendencias presentes y futuras

La industria papelera global ha experimentado muy poca volatilidad en los salarios durante el último lustro, aunque las empresas de la industria cada vez son más

vulnerables en la transición hacia el mundo digital, y por extensión, sin papel. A pesar de una ligera disminución de los ingresos anuales durante los últimos años, la industria se ha beneficiado de un crecimiento significativo de la producción en economías emergentes, una recuperación del consumo agregado y un aumento de demanda por materiales de embalaje como pudiera ser el cartón corrugado (Encyclopedia of American Industries, 2015). La pérdida de demanda por el papel blanco de uso diario (en adelante papel blanco) debido al uso de Internet, se ha visto compensada por un aumento de la demanda por el cartón corrugado y otros productos derivados del papel que sirvan de embalaje para pedidos realizado a través de la Web. Además de esto, un ligero pero constante aumento del precio de la pasta de papel ha concluido en un ligero aumento de los ingresos. A pesar de una tendencia cada vez más fuerte de los consumidores de vivir en un mundo más digital, la industria papelera, como respuesta, se ha ido concentrando cada vez más en la producción de productos derivados del papel y la pasta dirigidos hacia la elaboración de materiales de embalaje, productos para el hogar y papel artesanal.

El sector papelero se vio afectado negativamente por una disminución de la actividad de fabricación y del gasto en publicidad en publicaciones impresas (como puede ser en revistas o periódicos) durante la crisis económica. Esto se debió en gran parte a una menor producción manufacturera en Norteamérica, Europa y Oceanía (IBIS World Industry Report, 2015). El papel de imprenta ya se encontraba en una fase contractiva debido a la digitalización de la sociedad, pero disminuciones cíclicas en la actividad comercial y económica redujeron la demanda aún más. Por otro lado, la fuerte demanda de los países emergentes se mantuvo. Las BRICs, como se ha mencionado anteriormente, suponen una fuente crucial de ingresos en el rol expansivo que están llevando a cabo las empresas que forman la industria papelera, y estas han mantenido un crecimiento medio de un 7,1% de 2010 a 2015 (Fondo Monetario Internacional, 2015).

Los signos de nuevas oportunidades de crecimiento comenzaron a hacerse patentes en 2011, cuando la industria experimentó un crecimiento del 3,8% en sus ingresos. El precio de la pasta elaborada de la madera aumentó otro 3,8%, y el índice de producción industrial de los países de la OCDE creció un 1,6% ese mismo año (IBIS World Industry Report, 2015). El ligero aumento de precios se debió, en parte, a un terremoto de 8,8 de magnitud ocurrido en febrero de 2010 en Chile, y a la huelga ejercida por los trabajadores finlandeses durante varios meses de ese mismo año.

Ambos países son productores de aproximadamente un 10% de la pasta de papel producida en todo el mundo, y en consecuencia la oferta se contrajo notablemente (Goldstein, S., 2010). En 2015, el PIB medio de las BRIC se estima que crecerá hasta un 8,4%, en comparación con un crecimiento proyectado de los ingresos en la industria de un 0,4%. Este crecimiento significativo vuelve a poner de relieve la importancia creciente de estos mercados para las empresas papeleras, y se espera que durante los próximos años la actividad manufacturera en esta industria esté cada vez más orientada hacia estos mercados.

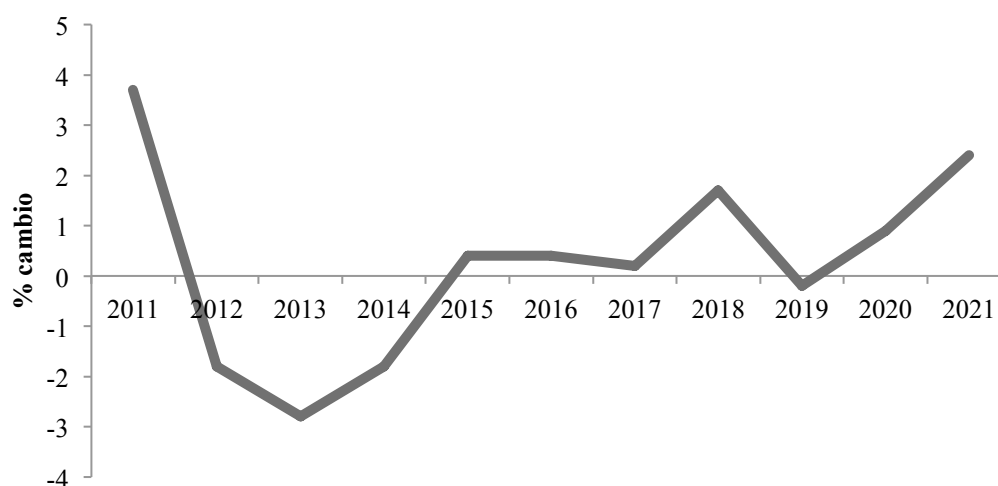
Un claro ejemplo de la apuesta cada vez más fuerte por los mercados emergentes es la expansión en la oferta de productos. Productos como el papel sanitario son una fuente de ingresos creciente para las empresas papeleras. La demanda por este tipo de productos ha aumentado en estos países más que en ningún otra región del mundo (Encyclopedia of Global Industries, 2014).

El margen de beneficio sobre los ingresos de la industria ha caído de un 5,8% en 2010, a un proyectado 5,3% en 2015 (IBIS World Industry Report, 2015). Esta reducción se debe en parte a fluctuaciones cíclicas de materias primas (como puede ser la pasta de papel, el petróleo, el gas, la electricidad, el agua, etc.), y en parte también a un aumento de la inversión en capital productivo (sobre todo maquinaria) que se ha hecho necesario. Esta inversión es debido al desarrollo de nuevas tecnologías, más eficientes energéticamente, disponibles sobre todo en Norteamérica y Europa (Kramer, K.,J., 2009). La industria ha generado mayores ingresos debido a esta inversión en maquinaria durante los últimos cinco años, y el flujo de caja adicional generado ha permitido a los grandes operadores de la industria realizar aún mayores inversiones en capital para el largo plazo. En los últimos cinco años, los analistas estiman que el número de plantas de fabricación ha crecido a un ritmo del 0,4%, hasta los 2.315. El empleo generado también ha aumentado durante este periodo a un ritmo del 0,9%, llegando a dar trabajo a aproximadamente 745.000 personas en 2015 (Encyclopedia of American Industries, 2015).

Como consecuencia del continuo crecimiento económico en Asia y Suramérica, las empresas papeleras se espera que sigan estableciendo fábricas en estas regiones, beneficiándose de la creciente demanda local y de menores costes operativos. La industria continuará expandiéndose globalmente, llegando a aumentar las cifras totales de comercio internacional del sector en un 0,9% anual hasta 2020, alcanzando los 186 mil millones de dólares (IBIS World Industry Report, 2015).

Durante los siguientes cinco años, se proyecta que el número total de plantas manufactureras de pulpa, papel y cartón aumente a un ritmo de 0,8% anual, llegando a los 2.415 al final del periodo (Encyclopedia of American Industries, 2015). Este crecimiento será en mayor medida debido a una producción en fase expansiva en Sudamérica y Asia, ya que el número de plantas en Europa y Norteamérica se espera que caigan ligeramente. El empleo también se proyecta que continúe aumentando, en concreto a un ritmo de un 1% anual, llegando a 785.000 empleados en la industria en 2020. El margen de beneficio medio de la industria se espera que prácticamente se mantenga en el 5,3% de los últimos años (IBIS World Industry Report, 2015).

Gráfico I: Ingresos globales de la industria papelera



Fuente; elaboración propia, adaptado de "IBISWORLD".

2.3. Productos y servicios de la industria

- Cartón y papel de embalaje

El cartón y papel de embalaje representan el segmento más grande de los productos y servicios ofertados por la industria, llegando a copar un 42% de la producción global de las compañías papeleras en 2015 (Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura [ONUAA en adelante], 2015). El cartón es un producto intermedio que normalmente es vendido en láminas a compradores que realizan actividades productivas para elaborar otros productos de embalaje. El cartón está dividido, en términos generales, en cuatro subgrupos; cartón artesanal sin

blanquear, cartón blanqueado, cartón reciclado, y cartón semi-químico. Este grupo de productos ha superado en términos de crecimiento a los demás del sector durante el último lustro, en gran parte debido a su dependencia de las tendencias productivas industriales. Como ejemplo, aunque la demanda por la mayoría de productos industriales ha caído durante la crisis económica, el aumento de la producción global industrial (especialmente en Asia y Suramérica) ha derivado en un aumento significativo de la producción del cartón (MarketLine Industry Profile, 2012).

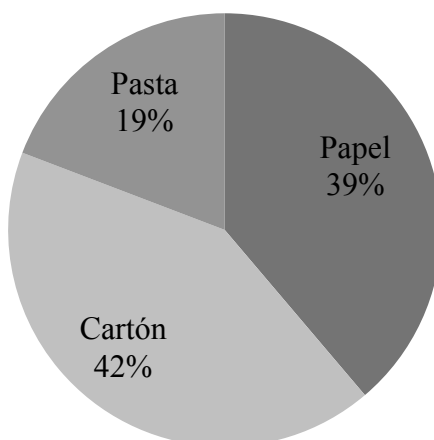
- Papel

Las variedades de papel producidos por la industria incluyen papel de imprenta, para escritura, y para periódicos. Su producción ha disminuido notablemente en los últimos años, suponiendo un 38,8% de la producción total de la industria en 2015 (ONUAA, 2015). La caída constante de los ingresos de este sector es debido a la continua digitalización de regiones como Norteamérica y Europa, como se ha mencionado anteriormente. La producción, sin embargo, ha conseguido seguir aumentando en regiones como Asia y Suramérica, lo cual ha mitigado su declive de los últimos años.

- Pasta derivada del papel o la madera

La mayoría de plantas manufactureras producen pasta, papel y cartón en el mismo sitio, aunque cabe destacar que algunas compañías compran la pasta de otras plantas. La elaboración de la pasta supuso un 19,2% de la producción total de la industria, según datos de las Naciones Unidas (ONUAA, 2015). Normalmente la demanda de la pasta por terceros no es cíclica, ya que es utilizada para elaborar cualquier tipo de producto derivado del papel.

Gráfico II: Segmentación de los productos y servicios de la industria papelera



Fuente; elaboración propia, adaptado de "ONUAA"

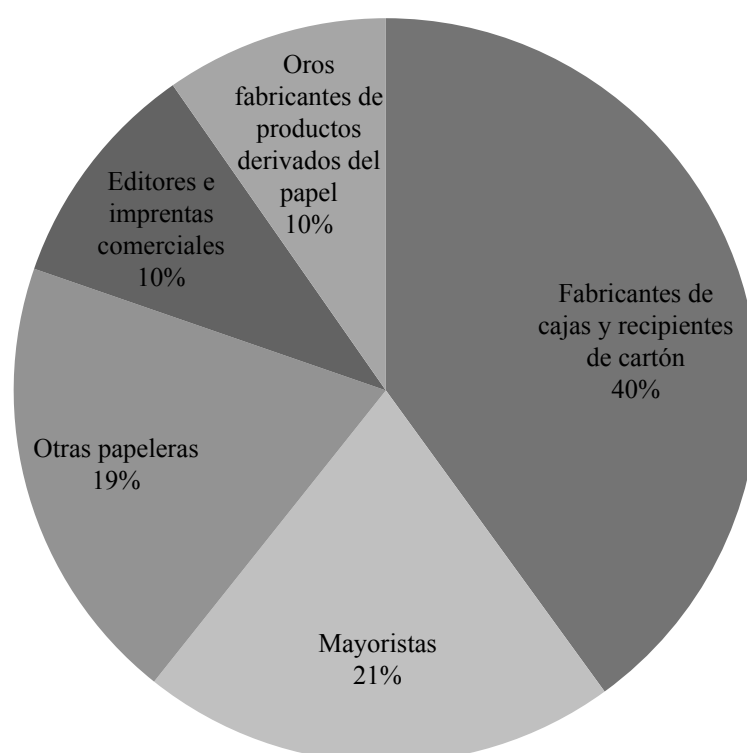
2.4. Mercados principales

Las fábricas papeleras venden sus productos a una variedad de compradores, cuyo fin es procesar la pasta, el papel o el cartón en varios productos terminados destinados a la venta al mayorista o al consumidor final. La mayoría de la pasta producida por las fábricas acaba siendo utilizada por la misma. El resto es vendida como "pasta de mercado" ("*market pulp*" por su terminología en inglés), para el procesamiento y elaboración de papel y cartón por otros operadores del mercado. Está "pasta de mercado" constituye aproximadamente un 19,6% del total producido (Encyclopedia of American Industries, 2015). Los mayoristas representan un porcentaje importante de las ventas de la industria, siendo el destino de aproximadamente un 20,7% de las ventas totales de pasta, papel, y cartón (IBIS World Industry Report, 2015).

Los fabricantes de cajas, contenedores y recipientes de cartón compran la mayoría del papel y cartón producido por las papeleras. Los fabricantes de recipientes de cartón en particular, han supuesto un mercado creciente durante los últimos cinco años, ya que a medida que aumentaba la producción industrial lo ha hecho la demanda por productos de embalaje. Otros productos fabricados derivados del papel incluyen; papel laminado y papel recubierto, bolsas y sacos de papel, y productos tales como los platos y vasos de papel, los cartones para el transporte de alimentos, etc.

Las editoras e imprentas comerciales también han sufrido debido al auge de la comunicación electrónica durante la última década. La publicidad por parte de las empresas y negocios componen una parte cuantiosa de los ingresos para estas empresas; por lo que a medida que decrecen los ingresos de publicidad, los editores comerciales imprimen menos páginas por cada revista o periódico, y las imprentas comerciales pierden clientes. Esto ha causado una caída particularmente fuerte en Europa y Norteamérica (MarketLine Industry Profile, 2012).

Gráfico III: Segmentación de las ventas de la industria papelera en 2015



Fuente; elaboración propia, adaptado de "IBISWORLD"

El comercio internacional es un componente cada vez más importante de esta industria. En estos momentos, las exportaciones componen hasta el 31,5% de los ingresos de la industria (ONUAA, 2015). En los cinco años anteriores al 2015, el comercio total de la pasta, el papel y el cartón ha aumentado de manera constante, mientras que las compañías provenientes de mercados más maduros (como son Europa o Norteamérica) han tenido como objetivo comercial regiones de alto crecimiento (en particular Asia y Suramérica, como mencionamos anteriormente), para aumentar sus ingresos.

2.5. Motores externos claves de la industria

Los motores externos hacen referencia a las variables clave con las cuales hay una mayor sensibilidad en el rendimiento de la industria global papelera.

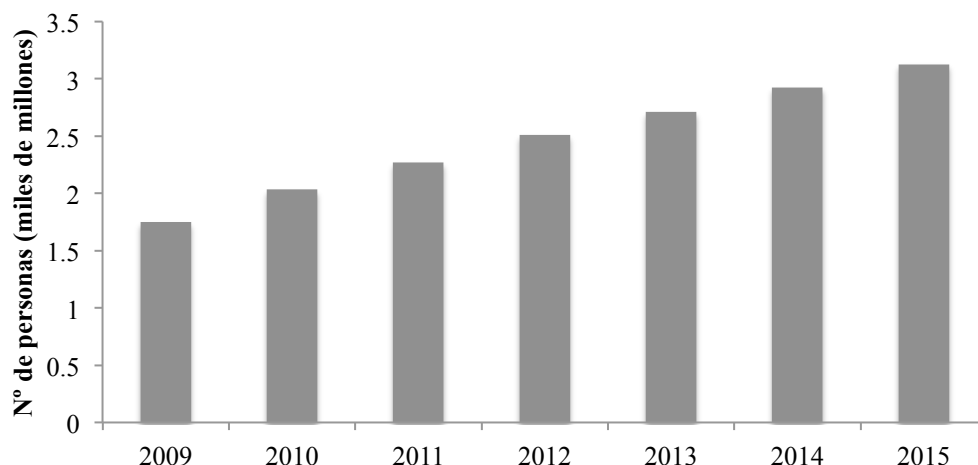
1. El crecimiento del Producto Interior Bruto (PIB) de las naciones BRIC

Las naciones denominadas como BRIC son las llamadas economías emergentes. El nombre proviene de la inicial del nombre de cada uno de los cuatro países que lo componen: Brasil, Rusia, India y China. Este acrónimo fue acuñado por Jim O’Neill en 2001 en su ensayo titulado “*Building better global economic BRICs*”. El aumento del consumo de bienes de consumo y productos derivados del papel de estos países es uno de los mayores motores de crecimiento de la industria. El cartón es uno de los productos de embalaje más ampliamente utilizado para ese fin, por lo que a medida que aumenta el consumo en estas naciones, la demanda por el cartón también aumenta. El crecimiento del PIB de las naciones BRIC se espera que aumente en 2015 (Fondo Monetario Internacional, 2015).

2. Uso global de Internet

El aumento competitivo de Internet ha tenido un efecto negativo sobre la industria. Algunos productos, como el papel de imprimir de alta resolución, fueron creados para apoyar a las nuevas tecnologías. Sin embargo el aumento de la comunicación digital ha reducido, en general, la demanda por la papelería de oficina, las cartas, los documentos impresos, los sobres y otros productos de papel. Esta tendencia ha resultado en una caída de demanda para la industria papelera global, en particular en América del Norte y en Europa, afectando negativamente a los ingresos. El número de hogares con acceso a internet, y por tanto el porcentaje de servicios llevados a cabo en línea, está proyectado que aumenten durante el 2015 (Internet Live Stats, 2015).

Gráfico IV: Uso mundial de Internet



Fuente; *Elaboración propia, adaptado de "Internet Live Stats"*.

3. Población mundial

Las tendencias relacionadas con la población mundial están correlacionadas positivamente con la demanda de pasta de papel, papel y cartón, dado que son utilizados globalmente para embalajes, funciones operativas de las empresas y negocios, y en los hogares. Por lo tanto, a medida que aumenta la población mundial, hay un aumento correspondiente de la demanda de los productos derivados del papel. En 2015 se espera que siga aumentando la población mundial (CIA World Factbook, 2015).

4. Índice de producción industrial de los países miembros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE u OECD por sus siglas en inglés)

El índice de producción industrial mide el nivel mensual de producción física de la OCDE en fabricación, minería y gas natural, y consumo eléctrico. La OCDE es un organismo de cooperación internacional, que conforman 34 estados, cuyo objetivo es coordinar las políticas económicas y sociales (OECD, 2015). Cuando aumenta la producción, la demanda por cartón corrugado también lo hace, beneficiando a la industria papelera. La OCDE proyecta que este índice seguirá aumentando en 2015.

5. Precio de la pasta de papel

Los ingresos de la industria dependen en gran medida del precio de la pasta elaborada de la madera, del papel y del cartón (en adelante “pasta de papel”). Como consecuencia, los ingresos están correlacionados positivamente con un aumento en el precio de esta pasta. En el caso de las empresas que adquieran esta materia prima a terceros, los costes son los que dependen del precio de la pasta de papel. Estas empresas del sector tienen una correlación negativa entre sus ingresos y el precio de la pasta de papel. Se espera que aumente el precio de la pasta de papel en 2015 (IBIS World Industry Report, 2015).

2.6. Análisis Porter de la industria papelera

La teoría de las cinco fuerzas de Porter definió uno de los momentos más importantes en el pensamiento estratégico. El modelo tiene unas raíces profundas relacionadas con varios principios microeconómicos; la teoría de la demanda y la oferta, la teoría del coste y la producción, la elasticidad en el precio, el comportamiento del consumidor, las estructuras de mercado, el número de operantes, el tamaño y crecimiento del mercado, los efectos de productos sustitutivos, y, finalmente, las barreras de entrada en las industrias (Oliveira, A. y Gimeno, A., 2014).

En resumen, Michael Porter explicó los componentes de una teoría basándose en cinco fuerzas que se supone que son las que dan forma y estructuran la estrategia y la competencia en las industrias:

- La rivalidad existente entre competidores
- La amenaza de nuevos competidores
- La amenaza de productos o servicios sustitutivos
- El poder negociador de los compradores
- El poder negociador de los proveedores

Hace falta recalcar que una de las premisas sobre las que se basa esta teoría es que se opera en un mercado de competencia imperfecta. A diferencia del modelo de competencia imperfecta, el modelo de competencia perfecta implica que existe un

número infinito de compradores y vendedores (o proveedores), lo cual reduciría dos de las cinco fuerzas mencionadas arriba; el poder de negociación de los compradores y los proveedores. Otra referencia clara a la condición necesaria a un mercado imperfecto es la amenaza de nuevos competidores, la cual tiene en consideración posibles barreras para entrar al mercado. En un modelo de competencia perfecta, sabemos que no puede existir barreras de entrada ni de salida, y gracias eso la movilidad es extremadamente alta. Un mercado imperfecto, por tanto, sugiere que existe una cierta dificultad de entrar en el mercado y que hay ciertas facilidades de mantener la posición en este una vez se ha conseguido entrar (Rivera Godoy, J. A., 2002).

Rivalidad entre competidores:

La concentración de los competidores en la industria papelera es baja. Es una industria muy fragmentada. Aún así, cuenta con una presencia muy potente y establecida en todo el mundo desarrollado, con los mayores competidores dominando los mercados de Norteamérica, Europa y el Norte de Asia. Como prueba de esto, las cuatro mayores empresas de la industria provienen de estas tres regiones, y no cuentan con una gran cuota de mercado:

Tabla I: Cuota de mercado de los principales competidores

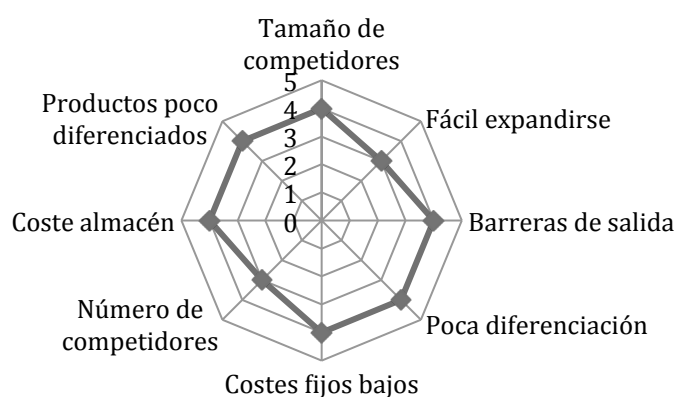
Compañía	Cuota de mercado (2015)
International Paper Company	1,8%
Oji Holdings Corp.	1,6%
Procter and Gamble	1,5%
Stora Enso Oyj	1,3%
Otros	93,8%

Fuente; elaboración propia, adaptado de "IBISWORLD"

Todas estas compañías son de tamaño global y tienen están presentes en varios países pero debido a la gran competencia que hay en la industria no obtienen una mayor cuota de mercado. Cabe recalcar que a la vez que ha aumentado la demanda en países emergentes por productos derivados del papel se ha desarrollado, como es natural, una competencia feroz. Las fusiones y adquisiciones han sido una tendencia creciente

de expansión en los últimos cinco años; en particular entre compañías que han combinado sus procesos productivos de papel y de pasta o entre compañías que han adquirido a otras con el fin de potenciar su producción de cartón y otros papeles de embalaje para aumentar sus ingresos (MarketLine Industry Profile, 2012). En general, el grado de competencia de la industria se considera alto.

Gráfico V: Variables de la rivalidad entre competidores



Fuente: elaboración propia, adaptado de "MarketLine"

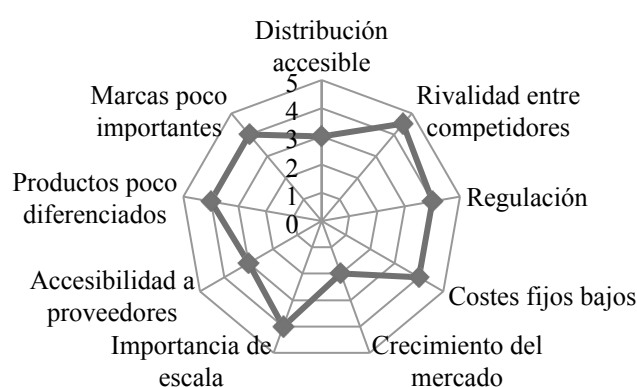
Amenaza de nuevos competidores:

La amenaza de nuevos competidores en esta industria es relativamente baja. Esto es debido al capital inicial necesario para abrir una planta de producción de pasta y papel, la necesidad de capital humano altamente cualificado, y de las muchas regulaciones existentes que deben ser cumplimentadas antes de abrir una nueva fábrica. La mayoría de competidores en la industria son a gran escala, por lo que necesitan invertir fuertemente en maquinaria y equipamiento desde un principio, limitando el número de potenciales nuevos entrantes (IBIS World Industry Report, 2015).

Conseguir a los empleados con las cualificaciones necesarias también puede suponer un obstáculo, dependiendo del país en el que se esté. Los conocimientos técnicos específicos que son necesarios para elaborar la pasta de papel dificultan mucho la labor de encontrar al personal adecuado. Estos conocimientos incluyen ingeniería química, diseño de plantas de fabricación, ventas, marketing, administración y producción (Encyclopedia of American Industries, 2015).

Las regulaciones y requerimientos impuestos por varios gobiernos locales y federales también suponen un gran impedimento a la hora de entrar en la industria. Las licencias, inspecciones y demás aumentan el coste operativo y el tiempo necesario para empezar la producción. Como es natural, dependiendo de donde esté localizada la planta puede estar sujeta a diferentes reguladores, siendo en países como Estados Unidos, Australia o los países miembros de la Unión Europea en los que más dificultades regulatorias existen (IBIS World Industry Report, 2015).

Gráfico VI: Variables de la amenaza de nuevos competidores



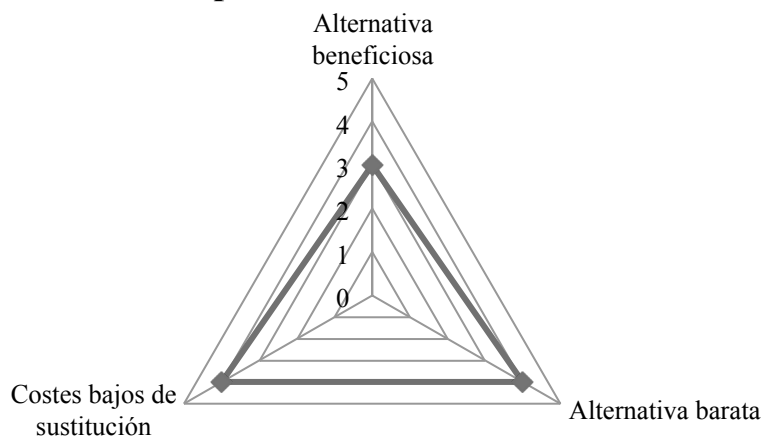
Fuente; elaboración propia, adaptado de "MarketLine"

Amenaza de productos sustitutos:

Existen varios sustitutos de los productos derivados del papel. El plástico, el metal o cristal pueden sustituir al cartón de embalaje y tienen tanto ventajas como desventajas para el fabricante que compra material de embalaje para sus productos como son el peso, la fuerza, y la protección del producto (MarketLine Industry Profile, 2012). El mayor sustitutivo de los productos de papel están siendo los dispositivos electrónicos. Esta alternativa, aunque más cara si es medida por coste de unidad, es más barata al largo plazo y supone una tendencia en los países desarrollados que parece imposible de revertir. En general en la industria, parece haber líneas de negocio que poco a poco irán perdiendo peso debido a productos sustitutos (como puede ser la producción de papel para periódicos, revistas, etc.) pero que a su vez harán ganar protagonismo a otros, como por ejemplo el cartón y

papel de embalaje. En general, la amenaza de productos sustitutos se considera entre moderada y alta.

Gráfico VII: Variables de la amenaza de productos sustitutos



Fuente; elaboración propia, adaptado de "MarketLine"

Poder negociador de los compradores:

El poder negociador de los compradores en la industria es relativamente alto. Los productos derivados del papel suelen verse como altamente reemplazables por los consumidores, lo que les otorga cierto poder, ya que pueden buscar en el mercado productos más baratos, con mayor flexibilidad de pago, etc. Aunque se pueden diferenciar los productos hasta cierto grado, siguen siendo bastante homogéneos en líneas generales, lo cual resta poder negociador a las papeleras. El riesgo de integración ascendente es el riesgo que hay de que un consumidor, mayorista o cliente de una empresa papelera decida integrar su negocio y comenzar a competir en la misma industria. Este es bastante bajo dadas las barreras de entrada y de salida, regulaciones y demás dificultades comentadas anteriormente. En muchos casos existen grandes compradores de productos que suelen suponer un importante porcentaje de los ingresos de las empresas. Al tener una incidencia importante sobre los ingresos de una determinada empresa, este tipo de clientes ostentan un poder financiero grande a la hora de negociar los contratos de compraventa. Sin embargo, también existen consumidores finales de tamaño mucho menor por lo que este riesgo

es considerado como moderado en la industria, y dependerá de cada empresa y el perfil de clientes que tenga. Hay una sensibilidad relativamente elevada hacia el precio, al ser un producto poco diferenciado, lo cual resta poder a la industria y se lo aumenta al consumidor.

Gráfico VIII: Variables del poder negociador de los clientes



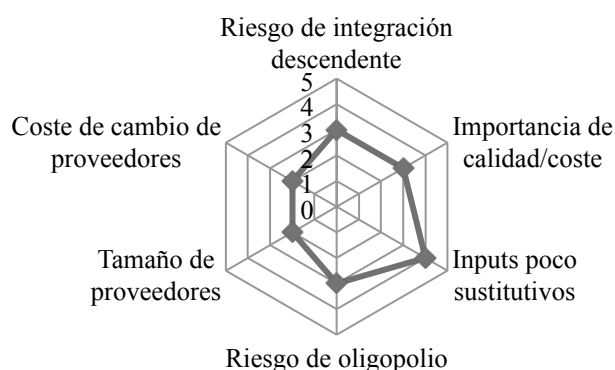
Fuente; elaboración propia, adaptado de "MarketLine"

Poder negociador de los proveedores:

Los proveedores principales de la industria son las compañías madereras y los proveedores de electricidad. La industria maderera está compuesta por un gran número de empresas de tamaño pequeño y medio, que operan a pequeña escala. Los operadores de la industria papelera, por tanto, disponen de un gran número de proveedores de los que elegir, aumentando su poder negociador. Las fábricas de papel son grandes consumidores de energía, y la mayoría de los países tienen una industria energética y eléctrica muy concentrada. En regiones como la Unión Europea, la mayoría de países permiten escoger el proveedor de electricidad, sin embargo en algunos países puede no ser el caso. Esta posibilidad de oligopolio aumenta el poder negociador del proveedor en aquellas regiones en las que sucede. El riesgo de integración descendente (lo contrario a la integración ascendente mencionada anteriormente), es moderadamente alto dado que muchos proveedores cuentan con el capital y los recursos necesarios para hacer frente a las barreras de entrada. Las materias primas son muy poco sustitutivas. Hacen falta productos muy determinados para el proceso de elaboración de papel. Esto aumenta el poder del proveedor. Por

último el coste de cambio de proveedores es bastante bajo, lo cual aumenta el poder de la industria papelera frente a sus proveedores. En general, el poder negociador de los proveedores de la industria es moderadamente bajo.

Gráfico IX: Variables del poder negociador de los proveedores



Fuente; elaboración propia, adaptado de "MarketLine"

Resumen

Los productos elaborados por la industria papelera tienen una variedad de aplicaciones y cubren un abanico de necesidades dentro de la sociedad, por lo que tienen un espectro amplio de potenciales compradores a los que vender. Sin embargo, siguen dependiendo en demasía de determinadas materias primas, lo cual hace que sea una industria relativamente vulnerable a factores externos e incontrolables. Entrar en la industria es difícil y caro, necesitando maquinaria y conocimientos específicos. Hay varios sustitutos para los productos elaborados, dependiendo de su aplicación. También cabe recalcar que el hecho que las empresas de la industria en general tengan un modelo de negocio similar, con una infraestructura empresarial y de producto parecida, hace que se intensifique la rivalidad en la industria.

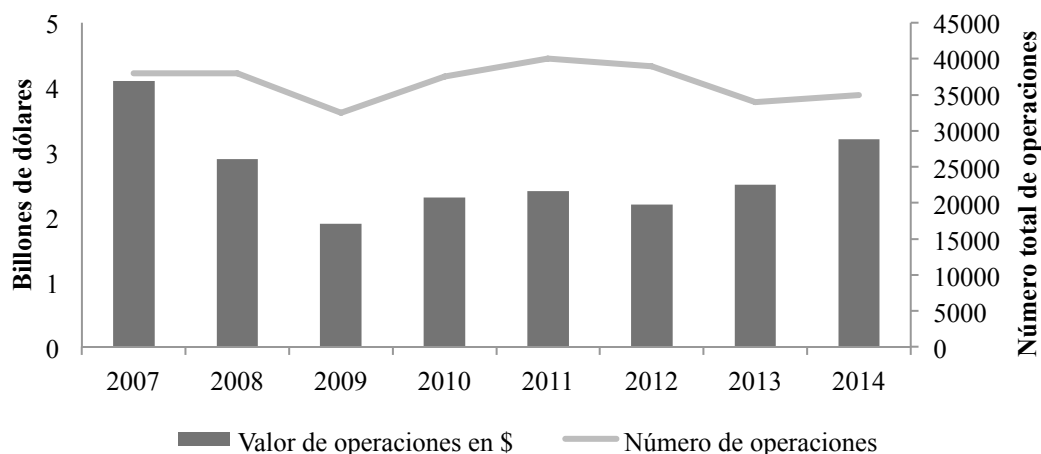
La situación actual y las perspectivas futuras analizadas en este capítulo invitan a pensar que va a haber un cambio de modelo de negocio en la industria papelera en el corto y medio plazo. La necesidad de adaptación a los nuevos parámetros es imperativa. Una correcta estrategia de gestión va a incluir inevitablemente un acercamiento a lo que parece serán los nuevos escenarios para la industria. En esta fase de desarrollo, se puede intuir que tarde o temprano hará falta

expandirse o desaparecer. En el siguiente capítulo, veremos como las fusiones y adquisiciones pueden ser el vehículo para llevar a cabo esta estrategia empresarial.

3. Las operaciones de fusiones y adquisiciones

Las operaciones de fusiones y adquisiciones son el motor de muchas industrias. El volumen de operaciones en 2013 llegó a los 2,3 billones de dólares (Bloomberg, 2013) que, junto a una clara tendencia de crecimiento, hace indicar que este es un mercado de una fuerte actividad y por extensión competitivo. En este epígrafe del trabajo se expondrán las motivaciones, procesos de negociación, técnicas de valoración, problemas regulatorios y, para finalizar, riesgos de estas. Con esto se pretende establecer un nivel de comprensión adecuado para, en los epígrafes a continuación, poder analizar en detalle la incidencia del tipo de cambio en los riesgos de estas operaciones en la industria papelera global.

Gráfico X: Volumen global de operaciones de F&A



Fuente; Elaboración propia, adaptado de Dealmarket: "M&A Value Hits Seven Year High"

Lo primero que hay que resaltar es la diferencia que hay entre una fusión y una adquisición. Normalmente se engloban en el mismo término (F&A o M&A en inglés), pero merece la pena recalcar que no son lo mismo, obviamente, y que hay claras diferencias a nivel de análisis

Aunque normalmente se utilizan como sinónimos, los términos fusión y adquisición tienen significados ligeramente diferentes. Lo que determina si una operación es una u otra suele depender de si es hostil o amistosa. En otras palabras, la diferencia real reside en como se comunica la compra a, y es recibida por, los directivos, trabajadores y accionistas de la compañía objetivo. Cuando una empresa compra a otra y establece claramente una posición de dominio, es considerada una operación de adquisición. Desde un punto de vista legal la empresa objetivo deja de existir, la compradora incorpora el negocio de esta y las acciones de la adquirente siguen cotizando en el mercado.

En el sentido puro de la palabra, una fusión ocurre cuando dos compañías del mismo tamaño, se ponen de acuerdo para seguir con sus negocios de manera conjunta en vez de por separado. Este tipo de acción también suele denominarse como una fusión de iguales. Las acciones de ambas empresas dejan de cotizar en el mercado, y acciones de la empresa nueva son emitidas. Como ejemplo se puede observar la fusión de Daimler-Benz y Chrysler – que dejaron de existir como tal – para crear una nueva; DaimlerChrysler (Andrews, E.L. y Holson L.M., New York Times)

En la práctica, sin embargo, fusiones de iguales no ocurren demasiado a menudo. Normalmente una compañía adquirirá a otra y, como parte del acuerdo, permitirá que lo anuncien como una fusión de iguales, aunque sea técnicamente una adquisición. Ser adquirida a menudo conlleva connotaciones negativas, por lo que, al describirlo como una fusión, los directivos y agentes tratan de presentar la operación de una manera que sea mejor recibida por todos.

También cabe recalcar que en muchas ocasiones, una adquisición es considerada una fusión cuando ambos consejeros delegados determinen que proseguir con sus negocios de manera conjunta es la mejor opción. Sin embargo cuando una operación es hostil (cuando la compañía objetivo no quiere ser adquirida), siempre es considerada una adquisición.

En las operaciones de adquisición suele haber dos partes involucradas; el comprador y el adquirido. En el caso del comprador o adquirente existen, en términos generales, tres tipos: adquirentes estratégicos, financieros y adquirentes por motivos de consolidación. Cada uno de los tres grupos tiene objetivos y motivaciones diferentes para su operación. Los estratégicos suelen buscar extender su presencia geográfica, buscando expansiones en mercados o países nuevos a través de empresas ya presentes en ellos o con las herramientas y conocimientos necesarios para lograr su

cometido. Otras razones por las que estos agentes del mercado llevan a cabo sus operaciones de expansión incluyen un aumento de la base de clientes, agrandar su porcentaje del mercado o añadir nuevas líneas de producto para ser más competitivos. Los compradores financieros están formados por diversas fuentes, incluyendo firmas de capital privado, individuos con grandes patrimonios, y los departamentos de inversión de instituciones financieras. Estos compradores son esenciales en el mercado ya que juegan un papel cada vez más predominante en las operaciones. Por último, los adquirientes por motivos de consolidación buscan solidificar sus empresas o negocios en la industria.

Cabe destacar que en la operaciones de F&A existen otros agentes que son igual, o quizá más importantes que los propios participantes de la operación. En este caso hablamos de los bancos de inversión, que asesoran, guían y en última instancia intentan utilizar sus conocimientos de la industria para llevar a buen puerto la compra o fusión para beneficio de su cliente. Aunque hay mucha literatura escrita sobre el papel de estos, y es un tema candente en los últimos años (sobre todo debido a los problemas de agencia, explicados en el siguiente epígrafe, que han provocado que a muchos bancos de inversión se les acuse de empujar operaciones sin tener como su máxima prioridad el beneficio de la empresa cliente, sino más bien el suyo propio), es un tema que no abordaremos en este trabajo por varios motivos. Principalmente se debe a que el enfoque de este trabajo es el riesgo (en este caso el de tipo de cambio, como veremos más adelante) que conlleva estas operaciones para las empresas participantes, y no los bancos o agentes mediadores, por lo que no convendría profundizar en un tema, por una parte muy interesante en sí, pero que es tangente a la verdadera cuestión en liza.

3.1. Motivaciones de adquisición y venta y el problema de agencia

Las adquisiciones corporativas son inversiones de capital. La decisión de comprar viene determinada por la cuestión de si genera valor para el accionista. Las fuentes de beneficio incluyen sinergias, planificación estratégica, consideraciones fiscales, acciones infravaloradas, problemas de agencia y diversificación. Desde el punto de vista del que vende, la decisión de hacerlo normalmente va asociado a cosas como la

jubilación del fundador de la compañía, eliminar riesgos personales, desinversión, y estrategias de salida de fondos de capital riesgo.

El argumento más común utilizado para explicar adquisiciones por parte de los compradores han sido las sinergias. De entre todas ellas la del ahorro de costes es la frecuente. Un ejemplo de operación exitosa debido a esto sería la fusión de Chase Manhattan y Chemical Banking en 1995 (Saul Hansell, NY Times). También existen en ocasiones las sinergias de ingresos, que son las ventas adicionales que las empresas involucradas no hubieran podido obtener de haber operado por separado. Otro beneficio potencial relacionado es la sinergia financiera. El coste de capital puede resultar reducido como consecuencia de una operación de F&A. Si las fuentes de flujo de caja de las dos compañías no están perfectamente correlacionadas, una fusión o adquisición que reduzca la inestabilidad de las fuentes ingresos puede reducir los costes potenciales del estrés financiero. Además de esto, puede que existan economías de escala en los costes de transacción, etc.

Las F&A son a menudo parte de una planificación estratégica corporativa en un mercado de entorno cambiante. Una vertiente de esto sería la de agrandar el poder de mercado para que la compañía tenga la habilidad de establecer precios o de competir de manera más agresiva. Además, la nueva compañía puede que esté mejor posicionada para beneficiarse de una futura consolidación de la industria o de sus canales de marketing. Un ejemplo real de esto sería la fusión en 1996 de Gillette y Duracell, al permitir a Duracell usar los canales de distribución en EEUU, y otros países emergentes, de Gillette, donde no tenía hasta ese momento mucha presencia (Gilpin, K., NY Times).

Otra razón de peso esgrimida por compañías que llevan a cabo una adquisición o fusión es la de las acciones infravaloradas. Aunque no entraremos en mucho detalle, la explicación de esto se debe mayormente a dos factores; que la dirección está estimulada a adoptar una estrategia operativa de mayor valor añadido, o que el mercado reevalúa acciones previamente infravaloradas ya sea por la diseminación de nueva información o la percepción de que los agentes del mercado disfrutaban de una información privilegiada de cierto tipo.

Por último, otra motivación de las compañías que deciden llevar a cabo una operación de F&A es la diversificación del riesgo o la reducción del riesgo sistemático. Esto tiene una consideración dudosa en el mundo empresarial, ya que muchos economistas argumentan que es el accionista el que tiene que diversificar su

riesgo y no la empresa, aunque se ha demostrado que sí que es posible reducir el riesgo del accionista a través de estas operaciones. En fusiones horizontales (estas son con empresas de la misma industria), el riesgo puede reducirse si el mercado es imperfectamente competitivo. En el caso de fusiones de conglomerados, el riesgo será reducido si existen economías de gama (Liaw, T., 1994).

Las motivaciones del adquirido también son variadas y de diferentes índoles. Una gran motivación a menudo utilizada como explicación sería la venta por parte del fundador o dueño de la empresa como parte de su planificación de jubilación, o para perseguir otros objetivos empresariales. Otra razón puede ser la necesidad constante de capital para la expansión, cuando los mercados públicos no son muy atractivos. Para una empresa privada, otro estímulo muy poderoso para vender es la eliminación de pasivos o deudas personales (como pueden ser las garantías personales sobre la deuda corporativa). Por último, grandes empresas muchas veces venden debido a que en su nueva estrategia corporativa no tienen cabida ciertos negocios, o debido a malos resultados que pueden inducir al riesgo de quiebra.

Por último, un aspecto frecuentemente esgrimido como motivación de una fusión o adquisición es el fiscal. En este caso el atractivo de estas operaciones está limitado por las regulaciones del país en el que se realice, ya que muchos gobiernos han limitado en mayor o menor medida la cantidad deducible fiscalmente por fusiones o adquisiciones. Este tipo de operaciones se llevan a cabo cuando una empresa compra o se fusiona con otra que tiene pérdidas acumuladas en sus resultados. Al tener pérdidas, normalmente, puede incorporarlas a sus resultados en conjunto, permitiendo que el pago de impuestos sobre los beneficios generados por la empresa original sea menor que si no llevara a cabo la operación (Fernández, P. y Bonet, A., IESE).

Los problemas de agencia son el resultado de la separación de la propiedad y la gestión. Si la compensación a la gestión va en función del tamaño de la empresa, entonces los directivos están motivados a expandirse sin parar a pensar en la rentabilidad de los accionistas. Por otro lado, si una empresa rentable está en una industria madura pero carece de oportunidades de inversión atractivas, debería distribuir el exceso de tesorería a los accionistas, ya sea aumentando los dividendos o recomprando las acciones. Sin embargo, los directivos muchas veces optan por realizar adquisiciones o retener el exceso de tesorería, en este último caso se convierten en objetivos de adquisición de otras compañías.

Cabe mencionar que estas operaciones muchas veces llevan unidos aspectos más personales y de ego por parte de los directivos o empleados. Frecuentemente, un gran factor en determinar si la operación es un éxito o no es un consejero delegado de edad avanzada. A menudo estos llevan a cabo las operaciones como la ‘obra final’ de su mandato, ignorando las señales que parecen indicar la conveniencia o no de la operación en sí. De esto último hay muchos ejemplos como pueden ser la fusión de Bell Atlantic y de Nynex (con edades de 58 y 49 respectivamente ambos consejeros delegados). En muchos casos estas operaciones motivadas por temas personales suelen acabar en fracaso, ya que se pretenden llevar a cabo ignorando las consecuencias previsibles de esta (Weisul, K., 2011).

3.2. Planificación estratégica

El crecimiento es vital para el devenir de una empresa. Las F&A no son más que una alternativa más, y cada una de ellas debe ser analizada cuidadosamente. El incentivo para llevar a cabo esta opción existe cuando es más beneficioso que las otras alternativas, incluyendo; operaciones conjuntas (también conocidas como *joint ventures*) alianzas estratégicas, inversiones minoritarias, concesión de licencias, compartir tecnología, franquiciar, y acuerdos de distribución y marketing. Si tras analizar las diferentes alternativas se llega a la conclusión de que la adquisición o fusión es la mejor alternativa, entonces se pone en marcha el equipo interno de la empresa dedicado a estas funciones, a la vez que se suele contar con la experiencia y acceso a información de un banco de inversión como asesor y consejero durante la operación.

Esto último es más importante de lo que pudiera parecer. Numerosos estudios indican que la contratación de un banco de inversión tiene un impacto significativo sobre el precio final y por extensión las probabilidades de éxito de esta. Entre 1993 y 1996, se calculó que las empresas objetivo aconsejadas por un banco recibieron un 31,6% de prima – la diferencia entre el valor de mercado y lo pagado realmente – frente a una 26,1% de prima para las empresas que prescindieron de estos (Liaw, T., 2006). Las probabilidades de éxito de una operación en muchas ocasiones se ven reducidas por el precio pagado. Una compra o fusión que puede tener sentido

estratégico, puede verse afectada negativamente y acabar fracasando debido a que se ha pagado en exceso.

Un exitoso programa de adquisición es a menudo una parte integral del plan estratégico global de una compañía. Las necesidades y preferencias estratégicas de la gestión determinan la selección inicial de objetivos. Una forma de encontrar candidatos es contratando a un intermediario, bróker o ‘buscador’ (*finder* en inglés). Cada posible objetivo debe ser cuidadosamente evaluado. La clave para analizar una empresa objetivo es una comprensión de la estrategia empresarial de esta y de las reacciones de los accionistas ante la operación. A partir de ahí el proceso de evaluación continua con un análisis de segmentos para determinar los sectores en los que opera la compañía. Con esto se pretende determinar si la compañía en su conjunto resulta atractiva para el comprador, o si por el contrario hay departamentos o ramas de la empresa que son superfluos a las necesidades del adquirente. También se analizan la posición competitiva y estrategias operativas.

3.3. Valoración y financiación

El proceso de valoración involucra una evaluación propia por la empresa adquirente y la valoración de la empresa objetivo. La fase de evaluación propia estima el valor de la empresa adquirente y examina como se vería afectada por cada uno de los diferentes escenarios. El adquirente puede que pague de más por la objetivo si sus acciones están infravaloradas. Por otro lado, si están sobrevaloradas pagará de menos.

Tras haber identificado un candidato apropiado, la valoración de este es llevado a cabo para determinar el precio a pagar. Las técnicas de valoración, como veremos a continuación, son utilizadas únicamente para identificar un rango de referencia de precios de la objetivo. Cada adquirente utiliza la técnica que se ajusta más a su objetivo. Igualmente importante es el análisis de riesgos, con técnicas como el análisis de escenarios o el análisis de sensibilidad en los cuales se miden los efectos de variaciones en las proyecciones realizadas de variables claves de la valoración. En el caso de la industria papelera, los ejemplos de estas variables incluirían los motores de la industria mencionados en el capítulo anterior. La valoración no se considera

completa hasta que se ha examinado el impacto que tendrá la adquisición sobre la adquirente.

Existen muchas técnicas para estimar el valor de una empresa o negocio. Quizá la más conocida es el método de descuento de flujos de caja (DFC). El método de DFC determina el valor al proyectar flujos de caja futuros de la objetivo y descontar esas proyecciones a su valor presente. Este método está orientado al futuro. Comienza con una proyección de ventas y beneficio operativo, basado en el análisis de desempeño histórico al igual que ciertas suposiciones sobre el futuro. La utilidad de esta técnica depende de varias suposiciones que incluyen el impacto sobre las otras áreas de negocio de la empresa, lo lejos en el futuro que se realizan las proyecciones, el capital operativo o fijo adicional necesitado, la tasa de descuento, y el valor residual. El valor del DFC debe ser estimado bajo diferentes escenarios (Jennergren, P, L., 2011).

El análisis de transacciones comparables se lleva a cabo para analizar transacciones que involucran a compañías en la misma industria que la del objetivo, durante los últimos años. Se trata de hallar el valor de una empresa de un determinado sector a través del valor otorgado por otros adquirentes a empresas del mismo sector en los últimos años (Salinas Quero, P. C., 2006). Se calculan múltiplos en base a parámetros clave – como pueden ser las ventas, los ingresos o los beneficios – y el precio de venta de la empresa. Los múltiplos calculados de varias transacciones son comparados con los parámetros de la empresa en cuestión, y posteriormente se extrapola un rango de valores por el que la empresa debería cotizar en base a su competencia. Esta técnica es más efectiva cuando la información sobre transacciones verdaderamente comparables está disponible, como en el caso de compañías cotizadas (Fernández, P., 1999).

El análisis de liquidación es otra opción a la hora de determinar el valor de una empresa. Normalmente se utiliza cuando el interés en el objetivo se debe a los activos que tiene y no en el negocio en sí. Consiste en calcular el valor que se obtendría en el mercado si se vendiera cada activo de este. Aparte de estos métodos mencionados anteriormente existen otros muchos parecidos (como puede ser el análisis de compra apalancada – LBO por sus siglas en inglés –, el método de recapitalización endeudado, el múltiplo del beneficio por acción o el uso del valor en libros). Frecuentemente no se utiliza un único método sino una combinación de varios que ayudan a determinar un rango de precios en el que estaría dispuesto a negociar la empresa (Ferris, K., Pettit, B., 2013).

Al estructurar la financiación de una adquisición, se deben considerar simultáneamente tanto los estados financieros como las expectativas de ambos lados. Algunos de los puntos clave incluyen la flexibilidad que otorgan los diferentes métodos de pago a la vez que se consigue equilibrar los requerimientos de ambas partes. Otras consideraciones como la deducibilidad fiscal o el hecho de que determinadas transacciones estén libres de impuestos también son importantes a la hora de elegir el método de pago y financiación. Un estudio realizado por JP Morgan a principios de los años noventa descubrió que los adquirentes, entre 1993 y 1996, pagaron una prima de una media del 30% cuando estas eran libres de impuestos frente a un 21.5% cuando no lo eran (Liaw, T., 2006). Debido a que el modo de pago escogido permite aligerar en cierta medida la carga fiscal, las empresas pueden permitirse pagar precios más altos por la adquisición. Los modos de pago incluyen el efectivo, acciones ordinarias, acciones preferentes o deuda, bonos convertibles, y pagos condicionados.

Las operaciones financiadas con efectivo normalmente son las de mayor rapidez a la hora de cerrarse. Las operaciones de intercambio de acciones también son una posibilidad. El atractivo que tienen este tipo de operaciones es que sustituye las acciones por un desembolso de dinero, o una acumulación grande de deuda. El intercambio de acciones es una operación libre de impuestos para el vendedor. Los recipientes no pagan impuestos sobre las acciones recibidas hasta que decidan venderlas. Cabe destacar que existe un riesgo potencial de dilución – una disminución del beneficio por acción producida por la conversión de pasivos financieros (deudas) en acciones – a la hora de valorar este tipo de pago (Fernández, P., 1999).

La emisión de acciones preferentes o deuda a la hora de financiar operaciones normalmente es utilizado como recurso cuando la operación es tan grande que la financiación es difícil de obtener. Con esto se consigue diferir la carga impositiva de la entidad emisora.

El pago a través de la emisión de bonos convertibles ofrece a la empresa un medio de emitir acciones ordinarias sin un efecto dilución inmediato. Esto permite al comprador emitir menos acciones de las que tendría que emitir si fueran ordinarias, debido a que el precio de conversión normalmente es mayor que el actual valor de mercado. Sin embargo este medio también conlleva pagar intereses o dividendos a tenedores de las acciones preferentes durante un periodo de tiempo.

La elección del método de pago cobra especial relevancia a la hora de analizar el riesgo de tipo de cambio de la empresa. En el caso del pago a través del endeudamiento, por ejemplo, hay que decidir en qué divisa estará denominado el préstamo y que estrategias de cobertura se utilizarán para reducir el riesgo. El riesgo proviene de un posible movimiento en el valor del tipo de cambio que haga que el nominal del préstamo pase a valer más en términos reales de la divisa de referencia de la empresa. Como veremos a continuación, este riesgo es relativamente fácil de paliar utilizando productos derivados.

4. Análisis del riesgo de tipo de cambio

Las operaciones de F&A, como hemos descrito en el tercer capítulo de este trabajo, son procedimientos arduos y complicados de cerrar. Suele llevar entre seis y nueve meses, desde que se declara el interés por la operación de una de las partes, conseguirlo. En algunos casos, como son el de las OPAS hostiles u operaciones en sectores estratégicos para los países, puede llevar aún más tiempo cerrar la compra o fusión entre las empresas. Es por esto que varios de los riesgos potenciales en estas operaciones se magnifican, al estar expuestos durante más tiempo a la volatilidad de las variables de las que dependen en gran medida la situación de la empresa.

Este trabajo se centra en el riesgo del tipo de cambio porque escenifica perfectamente el tipo de riesgo que más incide en la industria papelera a la hora de llevar a cabo operaciones de este tipo. Como hemos analizado antes, la industria papelera es una industria con un mercado global. Se consumen sus productos en todo el mundo. Sin embargo es una industria muy fragmentada, con muchos competidores regionales y pocas empresas con presencia global. A pesar de eso, se está viendo una tendencia de consolidación en los últimos años, donde las empresas de mayor peso en el mercado provenientes de regiones de crecimiento reducido están invirtiendo en zonas de mayor potencial futuro. Este es el caso de empresas Norteamericanas y Europeas, que buscan asentarse en los mercados crecientes de las BRICs o de regiones con perspectivas similares.

El riesgo de tipo de cambio es un aspecto que es imperativo controlar en operaciones realizadas entre empresas de distintos países, que operan con monedas diferentes. Este tipo de operaciones son las que más van a proliferar en los próximos años. Hay muchos aspectos de la operación que dependen del tipo de cambio existente en el momento de realizar la operación, y cuya rentabilidad se vería afectada ante cambios en él. Determinar en qué moneda se denomina la deuda utilizada para realizar el pago, la valoración de los activos de la empresa objetivo, o la rentabilidad esperada de la operación. Esto significa que varios de los ratios utilizados para determinar la rentabilidad de la compra o fusión, dependen de movimientos en los tipos de cambio. Un ejemplo sería el tipo de interés de retorno (TIR o IRR en inglés), que mide la rentabilidad de los flujos de caja pagados y obtenidos. La TIR de un proyecto, en este caso de una operación de F&A, es el tipo de interés necesario para que el valor de los flujos de caja obtenidos de la operación sea igual a cero. En este punto, los flujos de caja generados son iguales que los costes incurridos por la realización de la compra o fusión. Normalmente una empresa marcará un retorno mínimo para una operación, y será este el utilizado para comparar y decidir si esta se deberá llevar a cabo. Para que la operación se lleve a cabo, la TIR de esta debe ser mayor o igual que el retorno mínimo marcado por la empresa. Matemáticamente, la TIR se calcula utilizando la fórmula;

$$0 = (Inversión) + \frac{FC1}{(1 + TIR)} + \frac{FC2}{(1 + TIR)^2} + \frac{\sum FCt}{(1 + TIR)^t}$$

El ratio de cobertura de la deuda es el ratio utilizado para analizar el repago de la deuda de una operación. Se define como la cantidad de caja disponible para pagar los intereses y principal correspondiente cada año. Lo normal es que este ratio de un valor por encima de 1, ya que de no ser así significaría que no se está generando suficiente caja como para poder hacer frente a los pagos de la deuda. Matemáticamente, el ratio de cobertura de deuda (RCD) se define como;

$$RCD = \frac{Beneficio\ operativo\ neto}{Pago\ de\ deuda\ anual}$$

4.1. Los contratos forward y las opciones

Es necesario, antes de abordar las posibles técnicas de cobertura del riesgo de tipo de cambio, hacer una breve introducción de lo que son los contratos de futuros y opciones. Cuando las personas acuden los mercados de futuros lo que buscan es o eliminar el riesgo de su negocio, o ganar dinero como inversor ante movimientos en los precios. Los productos derivados, como los forwards y las opciones, permiten acometer estos objetivos, incluso si hay un movimiento contrario al deseado en los precios (Chicago Mercantile Exchange, 2015).

Un producto derivado relativamente simple es un contrato forward. Es el acuerdo de comprar o vender un activo (como por ejemplo una divisa) en un momento futuro determinado y a un precio acordado. Se puede comparar con un contrato spot, que es un acuerdo de comprar o vender un activo hoy. Los contratos forward se realizan en el mercado extrabursátil – es decir, se negocian directamente entre las partes (Hull, J. C., 1997).

Una de las partes del contrato forward asume una posición larga (*long position* en inglés) y acuerda comprar el activo subyacente en una fecha determinada. La otra partida asume una posición corta (*short position* en inglés) y acuerda vender el activo en la misma fecha al mismo precio.

Tabla II: Precios del dólar en rupias indias en spot y forward a 1, 3 y 6 meses el 1/05/2014

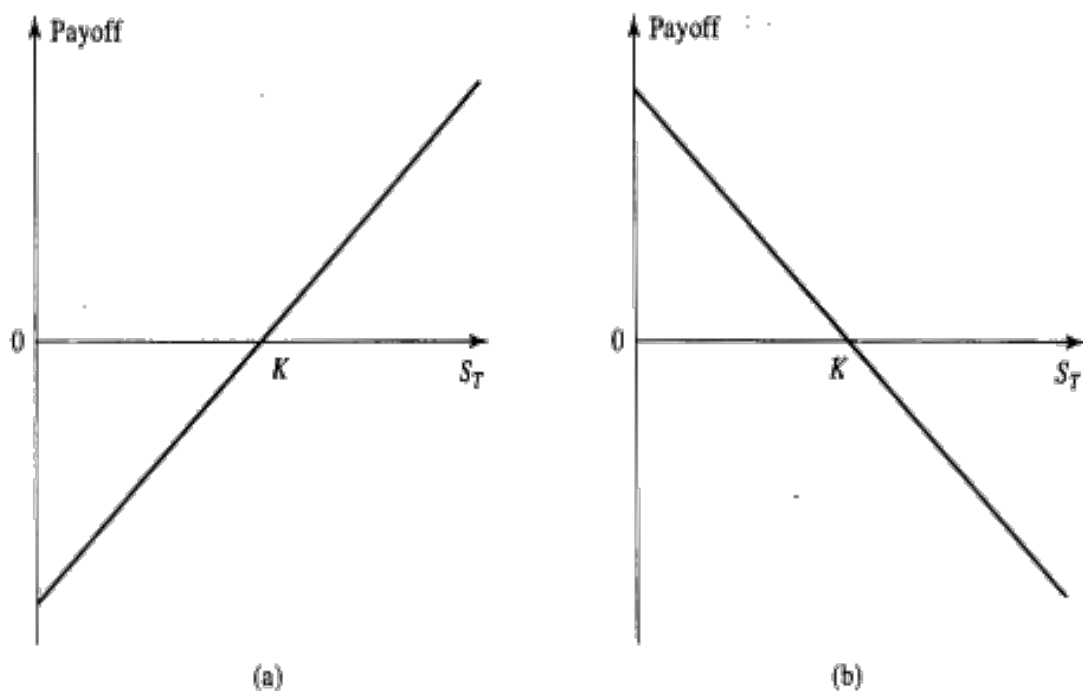
	Precio que ofrece el que compra (<i>Bid</i> en inglés)	Precio que pide el que vende (<i>Ask</i> en inglés)
Spot	64,2875	64,2925
Forward a 1 mes	64,6725	64,6850
Forward a 3 meses	65,4075	65,4225
Forward a 6 meses	66,4350	66,5175

Fuente; elaboración propia, datos de "Bloomberg"

Los contratos forward sobre el tipo de cambio son muy populares. Muchas empresas, como serían en su caso las papeleras, utilizan estos recursos para gestionar el riesgo derivado de sus operaciones. La Tabla II nos presenta las cotizaciones en el tipo de cambio entre la rupia india y el dólar americano que podrían ser ofrecidas por

un banco a fecha de 1 de mayo de 2015. La cotización es del número de rupias por cada dólar. La segunda fila nos indica que el banco en cuestión está dispuesto a comprar dólares a un precio de 64,2875 rupias en el mercado spot – en esta fecha – y vender dólares a un precio de 64,2925 rupias. Las filas tercera, cuarta y quinta nos indican que el banco está dispuesto a comprar dólares a 1, 3 y 6 meses a un precio de 64,6725, 65,4075 y 66,4350 rupias respectivamente, y venderlas a 1, 3 y 6 meses a 64,6850, 65,4225 y 66,5175 rupias respectivamente.

Gráfico XI: Representación gráfica del pago en un contrato forward



(a) posición larga (o de compra), (b) posición corta (o de venta)

K = precio acordado, S_T = precio spot del activo subyacente en la fecha de expiración

Fuente: "Options, Futures and Other Derivatives"

En general, la rentabilidad en una posición larga – por cada unidad de activo subyacente – viene determinada por la resta de

$$S_T - K$$

donde K es el precio acordado inicialmente en el contrato y S_T es el precio en el momento de expiración del contrato del activo subyacente. Esto es porque el tenedor del contrato forward está obligado a comprar el activo, que en estos momentos tiene

un precio de S_T , por K . De forma similar, la rentabilidad de una posición de venta viene determinada por la resta de

$$K - S_T$$

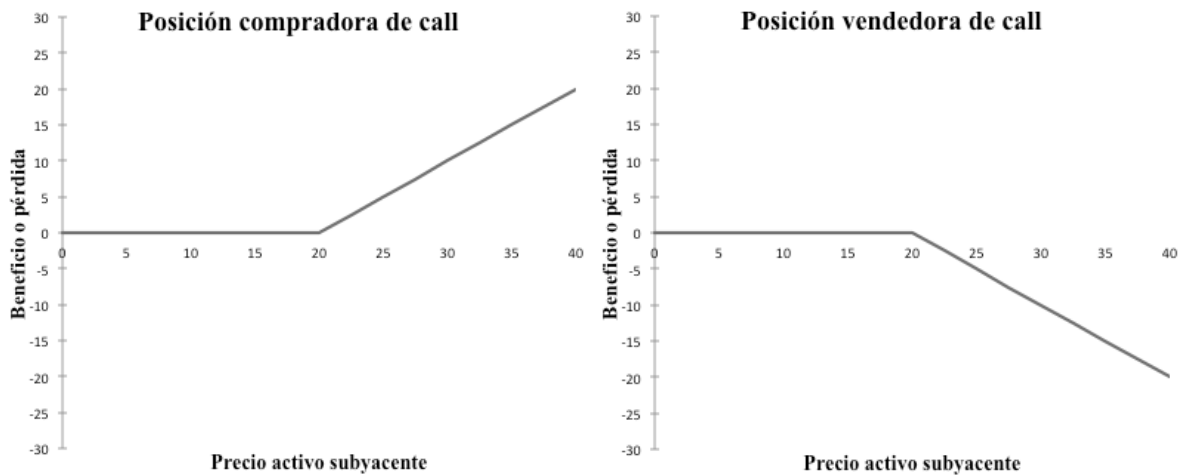
Estas rentabilidades pueden ser positivas o negativas, como podemos ver en el gráfico XI. Debido a que no cuesta dinero entrar en un contrato forward, la rentabilidad del contrato es el beneficio o pérdida total del operante (Hull, J. C., 1997).

Las opciones se intercambian tanto en el mercado regulado como en el extrabursátil. Hay dos tipos de opciones. Una opción *call* le da al tenedor el derecho a comprar el activo subyacente en una fecha concreta a un precio determinado. Una opción *put* le otorga al tenedor el derecho de vender el activo subyacente por un precio determinado en una fecha concreta. El precio en el contrato es conocido como el precio de ejercicio o precio *strike*. El precio pagado por la opción se denomina como prima. Existen dos tipos de opciones; europeas o americanas. Las opciones americanas pueden ser ejercidas – el tenedor de la opción puede ejercer su derecho de compra o de venta – en cualquier momento antes de la expiración del contrato. Las opciones europeas solo pueden ejercerse en la fecha acordada en el contrato. La mayoría de las opciones que cotizan en los mercados bursátiles son americanas (Reizaputra, H. A., 2013).

Cabe recalcar que la opción le otorga al tenedor precisamente eso; la opción de ejercer su derecho. No tiene la obligación en ningún caso de hacerlo. Esto es lo que distingue las opciones de los forwards, en los cuales el tenedor sí que está obligado a comprar o vender el activo subyacente.

En el caso de las opciones sí que hay que pagar un precio por entrar en el contrato. Hay que pagar por tener el derecho a decidir. Esto hace que el gráfico del pago de una opción sea bastante diferente al de un forward

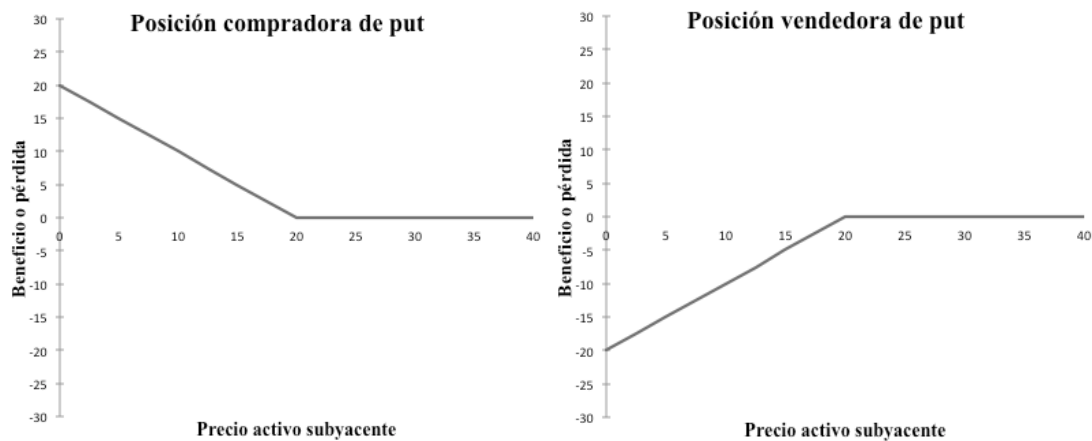
Gráfico XII: Representación gráfica del pago en una opción *call*



Fuente; elaboración propia

Si empezamos analizando las opciones *call*, en el gráfico XII veremos que hay dos posibles escenarios. En la posición compradora, el beneficio potencial es prácticamente infinito. Si el activo subyacente aumenta su precio más allá del precio de ejercicio, todo ese aumento se traduce en beneficio para el comerciante. El riesgo reside en si el precio del activo subyacente está por debajo del precio *strike*. En este caso, la opción no se ejercería y se perdería lo que se haya pagado a la contraparte – la prima – por tener ese derecho de decisión. Es una pérdida, por tanto, limitada. Sin embargo, en la derecha podemos ver que este beneficio potencial comentado anteriormente es equivalente a una pérdida potencial para la otra partida. En este caso, el beneficio máximo que podría obtener el vendedor de la *call* sería el precio pagado por la otra parte por el derecho a poseer la opción – de nuevo hablamos de la prima. Si el precio del activo subyacente subiera, todo aumento por encima del valor del *strike* sería equivalente a una pérdida. Esto es porque tendría que vender un activo valorado en un precio ahora superior, al precio del *strike* acordado con anterioridad (Chance, D. M. y Brooks, R., 2012).

Gráfico XIII: Representación gráfica del pago en una opción *put*



Fuente; elaboración propia

Las *puts*, por su parte, también tienen sus dos escenarios posibles como vemos en el gráfico XIII. En este caso, la posición compradora tiene un beneficio potencial máximo. Este se daría si el activo subyacente llegase a cotizarse a cero. En ese caso, al ejercer la opción de venta al precio *strike*, la diferencia entre el precio del activo subyacente y el precio de ejercicio se traduciría en beneficio para él. Estaría vendiendo un activo por un precio mucho mayor del que ahora tiene. La pérdida está limitada también. Al ser el tenedor de la opción, como en el caso de la *call*, su máxima pérdida siempre será el pago inicial de la prima si los movimientos del precio del activo subyacente no se movieran a su favor y no pudiera ejercer su opción. En el caso de la posición vendedora, la pérdida en este caso también está limitada. Como contraparte del beneficio limitado de la posición larga en la *put*, la pérdida máxima realizada se daría si el activo subyacente llegara a valer cero. En este caso su pérdida sería del precio del *strike*, ya que sería a este el precio al que tendría que comprar el activo que ahora no tendría valor alguno. El beneficio máximo, como es lógico, también es equivalente a la pérdida máxima de la contraparte. En este caso sería el valor íntegro de la prima (Chicago Mercantile Exchange, 2015).

Cabe recalcar que los comerciantes y las empresas utilizan una serie de combinaciones de estos productos derivados financieros como veremos a continuación. Gracias a esto consiguen atajar el riesgo utilizando una estrategia que les permite tener cobertura ante movimientos no deseados del activo subyacente. En nuestro caso, hablamos de movimientos no deseados en el valor de la divisa extranjera expresada en términos de la divisa del país de origen (Hull, J. C., 1997).

4.2. Incidencia del tipo de cambio en las operaciones de F&A de la industria papelera

Las empresas que afrontan una adquisición o fusión internacional en la industria papelera afrontan dos tipos de riesgo de moneda; el riesgo pre-operación y el riesgo post-operación (J.C. Rathbone Associates Limited, 2014). El riesgo pre-operación se define como el riesgo existente durante el tiempo que se lleva a cabo dicha compra o fusión. El riesgo post-operación es el riesgo más a largo plazo al que se expone la empresa una vez realizada la adquisición o fusión. Este último es más difícil de paliar. Su dificultad provoca que muchas veces se considere a las opciones como la única forma de atajar este riesgo. Al analizar este tipo de riesgo veremos que no es la única solución.

Riesgo de tipo de cambio pre-operación

Este es el riesgo de un movimiento adverso en el tipo de cambio durante el tiempo que transcurre la operación. Un ejemplo sería el de una empresa papelera americana que decidiera acometer una adquisición de una empresa papelera en India. Esto se podría deber a la necesidad mencionada anteriormente de introducirse en los países con perspectivas de alto crecimiento futuro de la industria. Uno de los riesgos de este tipo de operación, que tanto van a aumentar en los próximos años, sería el de un aumento del valor de la rupia india frente al dólar, lo que equivaldría en un aumento en dólares del valor acordado en rupias para la transacción. Este riesgo no puede ser cubierto con estrategias convencionales de contratos *forward*, ya que existe la posibilidad de que no se complete la operación y que la empresa adquiriente sea quede en posesión de un contrato de cobertura en pérdidas y ningún activo como contraparte. Sin embargo se puede cubrir este riesgo utilizando opciones normales o con contratos de futuros condicionales a que se acabe llevando a cabo la operación.

Los contratos de futuros condicionales tienen la peculiaridad de que se desvanecen si no se cumple la condición. En este caso, no se paga una prima en primer lugar, lo que permite mitigar el riesgo de la contraparte (que el que cobre la prima no la devuelva) en el caso de que no se lleve a cabo la operación. El coste de este tipo de contratos *forward*, sin embargo, suele ser superior al equivalente de un contrato estándar (J.C. Rathbone Associates Limited, 2014).

Con respecto a las opciones, existen tres alternativas diferentes de mitigar este riesgo durante la vida de la operación. Paul Stafford, en su artículo titulado “*Mitigating FX risk in cross-border M&A*” realiza un análisis de las tres alternativas detallando las ventajas y desventajas de cada una. La primera alternativa es utilizar una opción con prima condicional. Este tipo de opción es muy similar al contrato de futuro condicional descrito anteriormente. Una opción de prima condicional, al igual que el contrato de futuro condicional, es una opción Europea cuya prima es diferida hasta el vencimiento del contrato y solo se paga si beneficia al tenedor (conocido como “*in-the-money*” en inglés). Si la opción llega a su vencimiento y resulta estar en beneficio cero (“*at-the-money*”) o en pérdidas (“*out-of-the-money*”), vence sin ningún tipo de valor. Gracias a este tipo de opción, la empresa adquisidora puede evitar arriesgar dinero antes de saber si se cerrará la operación. El tenedor de la opción limita su riesgo sustancialmente con esta alternativa, ya que el máximo que podrá perder será un poco menos que la prima pagada, siendo el caso si la opción venciera ligeramente “*in-the-money*”, pero el beneficio fuera menor que la prima pagada.

La segunda alternativa expuesta en el artículo hace referencia a una opción compuesta – es decir, una opción sobre una opción. En primer lugar se paga una prima por la opción compuesta. En el vencimiento, el tenedor decide si ejerce la opción compuesta. Si se ejerce, el tenedor ahora recibe una opción sobre el activo subyacente (en el ejemplo anterior las rupias indias) pero debe pagar una segunda prima. Si acaba ejerciendo ambas opciones, puede llegar a ser una estrategia de cobertura relativamente cara en comparación con una opción simple sobre el activo subyacente. En este caso también cabe recalcar que existen dos conjuntos de parámetros, tanto el del activo subyacente como el de la opción compuesta. Como consecuencia, la volatilidad combinada (esto es, la volatilidad de la volatilidad) de las dos opciones afecta significativamente al precio de la opción. Por otro lado, en el caso de que no haya un movimiento adverso en el valor del tipo de cambio (es decir, la rupia india perdiera valor frente al dólar o se mantuviera), esta opción resultará más barata que la primera alternativa.

En tercer lugar, Stafford hace referencia a una opción *cliquet* cancelable. Este tipo de opción exótica es una opción que vence periódicamente y su precio de *strike* se pone al precio del activo subyacente – es decir, en las fechas acordadas el tipo de cambio de la opción de la rupia india frente al Euro se convierte en el nuevo *strike* de la opción. En estas fechas acordadas, la opción pierde o gana dependiendo de los

movimientos en el mercado del tipo de cambio y el tenedor obtiene como beneficio el cambio en el movimiento (lo que se llegara a depreciar la rupia). Si el tipo de cambio se ha movido en contra del tenedor – la rupia se apreciara frente al dólar – no obtendría beneficio alguno y perdería la prima pagada.

En general el riesgo de tipo de cambio pre-operación es relativamente sencillo de paliar. Con el uso de los contratos forward y de opciones explicados en el epígrafe anterior se puede llegar a reducir este riesgo a niveles insignificantes para la empresa que busque llevar a cabo una operación de esta naturaleza.

Riesgo de tipo de cambio post-operación

Una vez consumada la adquisición o fusión entre dos compañías de distintos países y con monedas diferentes hace falta llevar a cabo una buena gestión del riesgo de tipo de cambio diario. Una apreciación o una depreciación en la divisa de uno de los países en los que se operan puede alterar notablemente el coste de la importación de suministros – combustible, agua, electricidad, gas, pasta de papel, etc. - , de ventas (tanto propias como de la competencia), o de costes administrativos – sueldos y salarios mayoritariamente – de la compañía. El riesgo de tipo de cambio post-operación es el riesgo de que un movimiento en el valor de las divisas una vez consumada la integración de las compañías reduzca los resultados en términos de la moneda de la empresa adquirente. Sería el efecto de una depreciación de la moneda del país en el que se ha adquirido la nueva compañía. Al valorar la posible desinversión futura en esta moneda (rupias indias por seguir con el ejemplo anterior) las acciones adquiridas originalmente perderían valor, al igual que los beneficios obtenidos en este país, y por tanto el TIR de la operación y el ratio de cobertura de deuda disminuirían.

Debido a la naturaleza más a largo plazo de este riesgo, se necesita una gestión y monitorización activa de los movimientos en el mercado de las divisas. Una forma de intentar mitigar este riesgo es continuar con el uso de opciones durante el duración de la inversión en el extranjero. Estas no difieren de las descritas en el epígrafe anterior. Esta forma de afrontar el riesgo post-operación es muy común, y numerosos estudios demuestran que su uso aumenta el valor creado para el accionista en la operación. Chen, Z., Han, B. y Zeng, Y. demostraron con su estudio empírico en 2015 que las compañías que hacen uso de productos derivados financieros obtienen mejores

resultados de sus operaciones que las que no hacen uso de ellos en las F&A entre distintos países. Los autores del estudio fueron más allá, dando un valor económico a la diferencia entre el uso y el no uso de estos productos. Por ejemplo, la cobertura de los tipos de cambio utilizando opciones está asociada a una mejora de un 0,9% en los retornos acumulados anualizados de las empresas adquirentes – lo que es decir, una diferencia de 173 millones de dólares para los accionistas de una empresa adquirente de tamaño medio.

La estrategia de cobertura de los tipos de cambio no está limitada al uso de productos derivados. Aktas, N., Cousin, J.G. y Zhang, J. Y. proponen en su estudio de 2012 destinado a analizar si las adquisiciones de compañías extranjeras afectan al riesgo de tipo de cambio que es la propia incorporación de una compañía foránea la que reduce la exposición a un movimiento de las divisas. Esta conclusión está condicionada al hecho de que la empresa adquirente ya estuviera sensiblemente expuesta al tipo de cambio de la divisa de la empresa objetivo. En la industria papelera, por tanto, este estudio cobra vital interés. Como hemos expuesto anteriormente, la industria papelera ya se ve severamente dependiente de la economía, y por extensión la divisa, de los países emergentes. Aktas, Cousin y Zhang consiguen monetizar el efecto de esta cobertura operativa de los tipos de cambio llegando a concluir que el efecto de una disminución unitaria de la exposición a los tipos de cambio conlleva un beneficio de 1,68 millones de Euros para una empresa adquirente valorada en 100 millones de Euros.

5. Conclusiones

Este análisis presenta importantes conclusiones sobre el devenir de la industria papelera y su actividad operativa resultante de la coyuntura económica global del presente y del futuro. El análisis de la industria llevado cabo en el tercer capítulo de este trabajo pone de relieve los diferentes retos a los que se enfrentan los operadores del mercado a corto y medio plazo. La creciente dependencia de mercados tradicionalmente ajenos a los grandes operadores de la industria – hasta ahora empresas norteamericanas, canadienses y europeas nórdicas – obliga a un cambio

estratégico en la presencia internacional de estas. La industria papelera está entrando en una fase de consolidación internacional experimentada por muchas otras industrias anteriormente. Como cualquier tendencia económica de esta naturaleza, el riesgo del tipo de cambio pasa a tener una especial relevancia en el porvenir futuro de los operadores de la industria.

Como se comenta en el segundo capítulo de este trabajo, las fusiones y adquisiciones son solo un vehículo de expansión más en el mundo empresarial. Debido a la etapa de madurez de la industria, sin embargo, este parece ser que será el método más utilizado a la hora de conseguir aplacar la incesante necesidad de expansión internacional. Es por esto que este estudio cobra especial interés en la actualidad; las empresas papeleras que no logren expandirse internacionalmente sufrirán un lento ahogamiento económico a medida que la digitalización de los países desarrollados, junto con la firme decisión de expansión de los demás competidores de la industria, continua con su avance implacable. La gestión de los distintos riesgos asociados a las fusiones y adquisiciones de carácter internacional, por tanto, se convierte en una de las claves que determinaran quién acaba dominando la industria papelera.

El tipo de cambio es solo un riesgo más dentro del difícil arte de llevar a buen puerto una operación entre dos empresas de diferentes países, con culturas distintas, diferentes percepciones del riesgo, y una operativa posiblemente distinta a la forma de proceder de la empresa adquirente. Sin embargo, debido a las características específicas del sector, en el que tanto sus inputs – madera, pasta de papel, químicos, combustible, agua, etc. - como sus outputs son físicos en su mayoría – papel, cartón corrugado, papel de periódico, etc. – resulta especialmente interesante observar como los gestores de estas compañías tendrán que empezar a destinar recursos en comprender y participar activamente en el mundo intangible de las divisas.

Este trabajo pretende ofrecer una introducción a la difícil tarea de analizar el riesgo de tipo de cambio. Empieza haciendo una introducción de las distintas características y complejidades de la industria papelera. Solo una vez comprendidos los tiempos, problemas y obstáculos presentados por este sector estamos en situación de analizar las particularidades de las fusiones y adquisiciones. La industria papelera es un sector con muchísima trayectoria. Su estabilidad y rentabilidad a estado asegurada durante todo este tiempo, con pocos altibajos debido a una demanda muy constante y una utilidad mundial. Los próximos años presentan la primera prueba de

verdad a la industria; como reaccionen ante los escenarios cambiantes de la economía global será determinante. Nuestro análisis de la industria no hace más que recalcar esto. La digitalización progresiva de la sociedad en todos sus ámbitos es un hecho que presenta una realidad abrumadora.

A la hora de abordar los riesgos de tipo de cambio en las operaciones de fusiones y adquisición de la industria papelera este trabajo presenta una distinción; los riesgos pre-operación y los riesgos post-operación. Esta matización es importante a la hora de intentar diseminar las distintas alternativas al alcance de las empresas papeleras. Para atajar el problema del tipo de cambio entre la oferta de compra y la realización de la misma, (es decir, el riesgo pre-operación), nos apoyamos en la literatura expuesta en el epígrafe correspondiente que hace referencia al uso de las opciones como mejor alternativa. Dentro de esta, las opciones descritas y presentadas por Paul Stafford parecen ser las que más protagonismo tendrán entre los distintos operadores del mercado. En este sentido, la industria papelera no es diferente a la mayoría de industrias cuyas empresas llevan a cabo habitualmente operaciones de esta índole. Es en el riesgo de tipo de cambio post-operación donde, a la vista de la información presentada, residirá la clave del éxito para las compañías papeleras. Una gestión activa del riesgo del tipo de cambio será esencial para asegurar la existencia de cada empresa dentro del sector. El estudio de Aktas, Cousin y Zhang pone de relieve la importancia que van a tener las F&A para una industria como la papelera, ya que nos presenta con el hecho que la única forma de tener esta gestión activa del tipo de cambio va a ser a través de introducirse en los países con cuyas monedas se tiene una sensibilidad. Parece ser entonces, que junto con el uso de los productos derivados expuestos por el estudio de Chen, Han y Zeng, son las operaciones de F&A en sí – y como consecuencia también la correcta gestión del riesgo en el proceso de estas – las que definirán el futuro a corto, medio y largo plazo de una industria tan histórica como la del papel.

6. Bibliografía

- Aktas, N., Cousin, J.G. y Zhang, J. Y. (2012) *Do Foreign Takeovers Affect Currency Risk Exposure? Evidence From a Sample of French Acquirers*, http://www.efmaefm.org/0EFMAMEETINGS/EFMA%20ANNUAL%20MEETINGS/2012-Barcelona/papers/EFMA2012_0334_fullpaper.pdf: Skema Business School. (Consultado: mayo 2015).
- Andrews, E. L. y Holson, L.M. (7 de mayo 1998) *Shaping a Global Giant: The Overview; Daimler-Benz will Acquire Chrysler in \$36 Billion Deal that will Reshape Industry*, Disponible en: <http://www.nytimes.com/1998/05/07/business/shaping-global-giant-overview-daimler-benz-will-acquire-chrysler-36-billion-deal.html> (Consultado: marzo 2015).
- Bodnar, G. M., Hayt, G. S. y Marston, R. C. (1998) *1998 Wharton Survey of Financial Risk Management by US Non-Financial Firms*, Financial Management: Wiley. (Consultado: junio 2015).
- Chance, D. M. y Brooks, R. (2012) *An Introduction to Derivatives and Risk Management*, 9a edn., EEUU: Cengage Learning. (Consultado: junio 2015).
- Chen, Z., Han, B. y Zeng, Y. (2015) *Does Corporate Financial Risk Management Add Value? Evidence from Cross-Border Mergers and Acquisitions*, http://www.henley.ac.uk/files/pdf/research/papers-publications/ICM-2015-04_Chen_et_al.pdf: Henley Business School - University of Reading. (Consultado: mayo 2015).
- Chicago Mercantile Exchange (2015) *An Introduction to Futures and Options*, Disponible en: http://www.cmegroup.com/files/intro_fut_opt.pdf (Consultado: junio 2015).

CIA (2015) *CIA World Factbook*, Disponible en:

<https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/geos/xx.html>

(Consultado: mayo 2015).

Encyclopedia of American Industries (2015) *SIC 2621 Paper Mills - Description, Market Prospects, Industry History*, Reference for Business: Encyclopedia of American Industries. (Consultado: mayo 2015).

Fernández, P. (1999) *Introducción a la Valoración de Empresas por el Método de los Múltiplos de Compañías Comparables*, <http://web.iese.edu/pablofernandez/docs/FN-0462.pdf>: IESE, Universidad de Navarra. (Consultado: mayo 2015).

Fernández, P. y Bonet, A. (n.d.) *Fusiones, Adquisiciones y el Control de las Empresas*, <http://web.iese.edu/pablofernandez/docs/16.fusionesBonet.pdf>: IESE. (Consultado: mayo 2015).

Ferris, K., Pettit, B. (2013) *Valuation for Mergers and Acquisitions*, 2 edn., Reino Unido: FT Press. (Consultado: marzo 2015).

Fondo Monetario Internacional (2015) 'Perspectivas de la economía mundial: crecimiento dispar; factores a corto y largo plazo', *Perspectivas de la economía mundial*, pág. 2 [Online]. Disponible en: <http://www.imf.org/external/spanish/pubs/ft/weo/2015/01/pdf/texts.pdf> (Consultado: abril 2015).

Garfinkel, J. A. y Hankins, K. W. (2011) 'The Role of Risk Management in Mergers and Merger Waves', *Journal of Financial Economics*, 101, pág. 515–532. (Consultado: junio 2015).

Gilpin N, K. (13 de septiembre 1996) *Gillette to Buy Duracell for \$7 Billion*, Disponible at: <http://www.nytimes.com/1996/09/13/business/gillette-to-buy-duracell-for-7-billion.html> (Consultado: marzo 2015).

- Goldstein, S. (2010) *Chilean earthquake and Finnish strike impact pulp prices*, Disponible en: <http://www.packagingnews.co.uk/news/corrugated/chilean-earthquake-and-finnish-strike-impact-pulp-prices/> (Consultado: abril 2015).
- Guay, W. y Kothari, S. (2003) 'How much do Firms Hedge with Derivatives?', *Journal of Financial Economics*, 70, pág. 423-461. (Consultado: junio 2015).
- Hansell, S. (29 de agosto 1995) *Banking's new Giant: The Deal*, Disponible en: <http://www.nytimes.com/1995/08/29/us/banking-s-new-giant-deal-chase-chemical-agree-merge-10-billion-deal-creating.html> (Consultado: marzo 2015).
- Hull, J. C. (1997) *Options, Futures and Other Derivatives*, 7a edn., Canada: Pearson Prentice Hall. (Consultado: junio 2015).
- IBIS World Industry Report (2015) *Global Paper & Pulp Mills*, www.ibisworld.com: IBIS World (Consultado: marzo 2015).
- Internet Live Stats (2015) *Internet Users*, Disponible en: <http://www.internetlivestats.com/internet-users/> (Consultado: mayo 2015).
- J.C. Rathbone Associates Limited (2014) *FX Hedging - An Overview for PE Firms*, Disponible en: http://www.jcra.co.uk/sites/default/files/FX%20Hedging_%20PE_Firms_0.pdf (Consultado: mayo 2015).
- Jennergren, P. L. (2011) *A Tutorial on the Discounted Cash Flow Model for Valuation of Companies*, 9 edn., Suecia: Stockholm School of Economics. (Consultado: marzo 2015).
- Jim O'Neill (2001) *Building Better Global Economic BRICs*, Goldman Sachs Global Economics Website: Goldman Sachs. (Consultado en: abril 2015).

- K. Thomas Liaw (2006) *The Business of Investment Banking; A Comprehensive Overview*, 2nd. edn., United States of America: John Wiley & sons., (pp. 86-107) (Consultado: marzo 2015).
- KEMA (2012) *Industrials Sector Market Characterization - Paper Industry*, http://www.calmac.org/publications/Final_Paper_Industrial_Sector_Market_Characterization.pdf: KEMA, Inc. (Consultado: mayo 2015).
- Kramer, K.J., Masanet, E., Xu, T. y Worrell, E. (2009) *Energy Efficiency Improvement and Cost Saving Opportunities for the Pulp and Pulp Industry*, Environmental Energy Technologies Division: Berkely National Laboratory. (Consultado: abril 2015).
- MarketLine (2012) *Global Paper and Forest Products*, www.marketline.com: MarketLine. (Consultado: mayo 2015).
- McDonald, J., y Raglan, D. (2013) *The M&A Sale Process - From Term Sheet to Closing*, http://www.kelleydrye.com/m&a_sale_process.pdf: Kelley Drye (Consultado: mayo 2015).
- Naciones Unidas (2015) *Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura*, Disponible en: http://faostat3.fao.org/browse/F/*/E (Consultado: mayo 2015).
- OECD (2015) *OECD Homepage*, Disponible en: <http://www.oecd.org/about/> (Consultado: abril 2015).
- Oliveira, A. y Gimeno, A. (2014) *Managing Supply Chain Networks: Building Competitive Advantage in Fluid and Complex Environments*, Reino Unido: Pearson FT Press. (Consultado: mayo 2015).
- Paper Mills. *Encyclopedia of Global Industries*. Farmington Hills, MI: Gale, 2014. *Business Insights: Essentials*. (Consultado: marzo 2015).

- Reizaputra, H. A. (2013) *A Short Summary Forward, Futures and Option Contract*, Disponible en: <http://www.thinking-economist.com/2013/04/a-short-summary-forward-and-option.html> (Consultado: junio 2015).
- Rivera Godoy, J. A. (2002) *Teoría sobre la Estructura de Capital*, http://www.scielo.org.co/scielo.php?pid=S0123-59232002000300002&script=sci_arttext&tlng=es: SciElo. (Consultado: junio 2015).
- Salinas Quero, P. C. (2006) *Valoración de Empresas a través del Método de Comparables: Evidencia en Chile*, http://repositorio.uchile.cl/tesis/uchile/2006/salinas_p/sources/salinas_p.pdf: Universidad de Chile. (Consultado: junio 2015).
- Stafford, P. (2012) *Mitigating FX Risk in Cross-Border M&A*, Disponible en: http://www.maadvisor.com/profiles/blogs/mitigating-fx-risk-in-cross-border-m-a?xg_source=msg_appr_blogpost (Consultado: mayo 2015).
- Thompson, V. (12 de noviembre 2014) *F&A Value Hits Seven Year High*, Disponible en: <http://www.dealmarketblog.com/ma-volume-hits-seven-year-high/> (Consultado: marzo 2015).
- Weisul, K. (14 de febrero 2011) *The Disturbing Relationship between Corporate Mergers and the Size of the CEO's Ego*, Disponible en: <http://www.cbsnews.com/news/the-disturbing-relationship-between-corporate-mergers-and-the-size-of-the-ceos-ego/> (Consultado: marzo 2015).