



la clase ejecutiva

EL MERCURIO

EVALUACIÓN DE PROYECTOS CLASE 8 DE 8



Profesor: Gabriel San Martín M.Sc. Stanford University

Profesor: Patricio del Sol Ph.D. Stanford University

DOMINGO

17 DE JUNIO DE 2013

La clase ejecutiva es una alianza entre El Mercurio y la UC fundada en 1998 con el propósito de apoyar la educación ejecutiva en Chile.

La valorización de un aporte

Hoy analizaremos nueve lecciones sobre cómo valorizar, a la luz del caso Endesa España y Enersis.

TODAS LAS FUENTES Y MÉTODOS SON IMPERFECTOS

El 25 de julio de 2012 Enersis cita a una junta de accionistas para aprobar un aumento de capital de US\$ 8 mil millones, la mayor capitalización en la historia de Chile.

Endesa España, dueña de un 60,62% de Enersis, aportaría sus participaciones en 26 eléctricas ubicadas en Argentina, Brasil, Chile, Colombia y Perú. Estos activos habían sido valorizados por Eduardo Walker (el perro) en \$4.862 millones. Los minoritarios debían concurrir aportando US\$ 3.158 millones (4.862x39,38/60,62) en efectivo.

A continuación presentamos nueve lecciones sobre valorización que entrega este caso.

1. Frecuentemente deberá rendir examente frente al mercado:

Casi instantáneamente la valorización del perito fue juzgada por el mercado como excesivamente alta. Este interesante proyecto, cuyo objetivo estratégico era convertir a Enersis en el gran vehículo de Endesa España para aprovechar las oportunidades de la región, debería haber generado un aumento importante en el precio de la acción de Enersis.

Sin embargo, esta última cayó 16% en dos días disminuyendo la valorización bursátil de Enersis en US\$ 1.847 millones. Rápidamente el mercado opinó que el valor del aporte en especies de Endesa España era, a lo más, de US\$ 3.015 millones (4.862-1.847). El perito había estimado un valor 61% mayor.

2. Prefiere los precios de mercado:

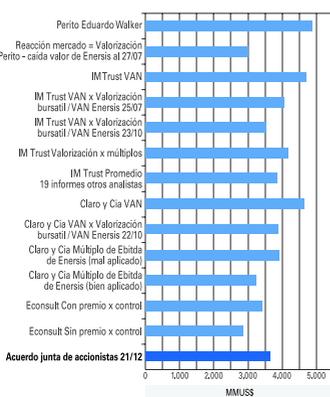
En este curso hemos enseñado que hay que preferir los precios de mercado. Multiplicar número de acciones por el precio de la acción es mejor método que no se haya ocupado una participación en una empresa que se transa en la bolsa.

En la búsqueda de la explicación del desencanto entre la valorización del perito y la del mercado, lo primero que llama la atención es que no se haya ocupado el precio de mercado para valorar dos de los 26 activos valorados, la brasilera Coelce y la peruana Edelnor, las que se transan en la bolsa con alta presencia.

El informe del perito del 23 de julio de 2012 valoró Coelce en US\$ 2,1 mil millones cuando su valorización bursátil al 25 de julio era US\$ 1,3 mil millones, y valoró Edelnor en US\$ 1,4 mil millones cuando su valorización bursátil era US\$ 0,9 mil millones.



13 VALORIZACIONES DEL APORTE DE ENDESA ESPAÑA A ENERSIS



3. El valor depende de las instituciones:

La propuesta de Enersis provocó una contundente respuesta negativa de las AFP y otros accionistas minoritarios, e inicialmente una aspera réplica de los representantes de Endesa España. Las AFP, cuyas inversiones en Enersis sumaban un 13,62% de sus acciones, jugaron, una vez más, un papel fundamental en la defensa de los accionistas minoritarios.

RIESGO DE TUNNELING

Cuando hay accionistas controladores, el riesgo, llamado

tunneling en la literatura, es que estos busquen su propio beneficio a expensas de accionistas.

En este caso el riesgo de tunneling consiste en que el controlador de Enersis, Endesa España, sobrevalore su aporte para su beneficio a expensas de los accionistas minoritarios. El pronunciamiento inicial del mercado era que el aporte de Endesa España estaba sobrevalorado en al menos un 61%.

Lo más controvertido de la propuesta inicial de Endesa España fue que planteaba que al ser este un aumento de capital, no una compra, la operación no era una operación entre empre-

sas relacionadas.

El 3 de agosto, ejerciendo su rol institucional, la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) aclaró que el proyecto si era una operación entre empresas relacionadas, y llamó al directorio de Enersis a asumir el rol que le corresponde legalmente cuando hay operaciones relacionadas, en defensa de los accionistas minoritarios.

4. Valida usando diferentes metodologías y fuentes de datos:

El asunto principal era la valorización del aporte de Endesa España. A la del perito se sumaron otros dos encargadas por el directorio de Enersis, una de IM Trust y otra de Claro y Cia., y una valorización de Econsult solicitada por las AFP.

Tomando la ruta lógica para resolver el conflicto, el valor del aporte de Endesa España fue iluminado por 10 nuevas valorizaciones (ver figura). Como todos los datos y métodos son imperfectos, las buenas valorizaciones se logran verificando cuidadosamente los valores obtenidos utilizando distintas fuentes de datos y modelos.

En su conjunto las 12 valorizaciones de la figura, que son públicas, ocupan una amplia variedad de prácticas para valorar las participaciones en las 26 empresas que aportaba Endesa España a Enersis, combinando precios de mercado, valorización neto (VAN), y ajustes por distintos factores.

5. Usa valorización por VAN:

El perito sumó las valorizaciones individuales de las participaciones de las 26 empresas. Valoró 24 activos usando el método del VAN y 2 usando valor libro. Para calcular el VAN, utilizó las proyecciones de los flujos de caja entregados por Enersis, estimó tasas de descuento, calculó VANs de los activos y descontó el VAN total. Cada activo fue valorado con un método similar al usado por Endesa para valorar Edelgel Perú (ver clase del domingo pasado).

6. Usa precios de mercado y multiplos:

Como IM Trust, Claro y Econsult complementaron el cálculo del VAN de los flujos entregados por Enersis con perspectivas de valorización ligadas al mercado. IM Trust y Claro valoraron los activos aportados usando el método de los múltiplos. IM Trust aplicó el método de los múltiplos para valorar cada activo y Claro aplicó un múltiplo a los Ebitda de Enersis y de

Las AFP jugaron, una vez más, un papel fundamental en la defensa de los accionistas minoritarios.



@patriciodelsol Muchos parten equivocados en la simple tarea de identificar los impactos relevantes del proyecto <http://bit.ly/JjGcSa> Patricio del Sol Director de la clase ejecutiva

valorizaciones con un enfoque que podría llamarse método por múltiplo de VAN. Calculó el VAN de Enersis usando los mismos modelos y supuestos utilizados para estimar el VAN de los activos aportados por Endesa España. La valorización del aporte se estimó igual a la valorización del aporte por VAN multiplicado por la valorización bursátil de Enersis dividido por la valoración de Enersis por VAN.

FÓRMULA

$$\text{Valorización del aporte} = \frac{\text{Valorización del aporte por VAN} \times \text{Valorización bursátil de Enersis}}{\text{Valoración de Enersis por VAN}}$$

IM Trust entrega su valorización por múltiplo de VAN utilizando las valorizaciones bursátiles de Enersis al 25 de julio y al 23 de octubre del 2012.

Otro método que utilizó IM Trust para valorar el aporte de Endesa España fue promediar



Texto guía sin costo para los matriculados.

19 informes de otros analistas.

7. La matemática es una ciencia exacta salvo cuando te equivocas:

Hay que verificar las valorizaciones con varias metodologías y fuentes de datos no solo porque todas ellas son imperfectas sino que también porque errar es humano.

Uno de los métodos usados por Claro fue multiplicar el Ebitda generado por el aporte por el múltiplo Valor Empresa/Ebitda de Enersis al 18 de octubre de 2012 que era 5,64, valorando el aporte de Endesa España en US\$ 3.912 millones.

En este caso el método de valorización por múltiplo está mal aplicado. Como en este múltiplo el valor empresa es igual al patrimonio bursátil más la deuda neta, para aplicar correctamente el método hay que restar a los US\$ 3.912 millones US\$ 659 millones que es la participación del aporte en la deuda neta de las 26 firmas.

Así, este método en realidad entrega un valor para el aporte de Endesa España de US\$ 3.253 millones (3.912-659).

8. El valor depende del punto de vista:

Econsult contribuyó con una nueva perspectiva definiendo un rango para la valorización. La cota inferior corresponde al valor que tiene el aporte para un inversionista que no controla las empresas, y la cota superior, para uno que sí las controla.

El controlador de Enersis, Endesa España, tenía conflicto de intereses porque como aportador su objetivo era que la valorización fuera la cota superior. Sin embargo, amparados por la ley, los accionistas minoritarios de Enersis, en particular las AFP, si podían defender el interés de Enersis de que la valorización fuera la cota inferior.

9. El valor depende de la negociación:

El valor de la transacción es el resultado de una negociación. El 8 de diciembre de 2012 Endesa España llega a un acuerdo con las AFP para aprobar el aumento de capital, valorando el aporte de Endesa España en US\$ 3.635 millones, un valor 25% menor que el valor estimado por el perito e inicialmente planteado por Endesa España.

Este curso fue dictado con la colaboración del profesor Pedro Silva, director de la carrera de Ingeniería Civil Industrial de la Universidad del Desarrollo.

Próximo domingo: Primera clase del curso Publicidad.