

### **Estudio de caso 2: "Microhoo"**

Lea los siguientes extractos de los artículos "A \$45 billion bet", "The Microhoo! hoo-hah" y "Just say no" de los números del 1 de febrero de 2008, 5 de febrero de 2008, y 14 de febrero de 2008, respectivamente, del semanario *The Economist*. El próximo miércoles discutiremos en clase las siguientes cuestiones:

1. ¿Cómo aplicaría el principio de maximización del valor (PMV) para evaluar si la adquisición es eficiente?
2. ¿Podemos concluir a partir del Principio de Eficiencia que la adquisición se llevará a cabo si es eficiente?
3. ¿Deberían las autoridades reguladoras intervenir de algún modo en la fusión?

#### **Una apuesta de 45 mil millones de dólares La oferta de Microsoft por Yahoo!**

"Se ha hablado durante años de este potencial acuerdo, pero de pronto se ha convertido en una posibilidad real. El viernes 1 de febrero Microsoft, la compañía de software más grande del mundo, hizo una oferta de 44,6 mil millones dólares por Yahoo!, un gigante de Internet en dificultades. El acuerdo propuesto, que podría transformar las industrias del software y de los servicios en Internet, valora Yahoo! a 31 dólares por acción, lo que supone una prima del 62% sobre el precio de cierre del jueves.

En una carta al consejo de administración de Yahoo!, Steve Ballmer, director ejecutivo de Microsoft, se refiere a anteriores discusiones entre las dos compañías en 2006 y 2007 acerca de una posible alianza o fusión. En aquel momento, Yahoo! tenía la esperanza de que Panama, un nuevo sistema que había creado para colocar anuncios junto a los resultados de las búsquedas en Internet, podría mejorar su suerte y le ayudaría a alcanzar a Google, el líder en búsqueda y publicidad en Internet. Sin embargo, Panama no estuvo a la altura de las expectativas, lo que provocó que el director ejecutivo de Yahoo!, Terry Semel, renunciara a su puesto en junio de 2007.

Su lugar fue ocupado por Jerry Yang, uno de los co-fundadores de Yahoo!, quien se comprometió a arreglar las cosas en el conglomerado de Internet. Sin embargo, los resultados más recientes de Yahoo!, publicados el 30 de enero, han sido decepcionantes, y el precio de sus acciones ha caído a un mínimo de cuatro años. [...]

En la carta del Sr. Ballmer no se hace ninguna mención a Google, pero su influencia creciente en el mercado de la publicidad en línea, como resultado de su liderazgo en la búsqueda, es lo que ha motivado el acuerdo. [...] La combinación de Yahoo!, el número dos en búsqueda y publicidad, con Microsoft, el número tres, crearía un competidor más fuerte en una industria donde la escala proporciona una gran ventaja. [...] Microsoft está desesperado por hacerse con una parte más grande del mercado de la publicidad en línea porque muchos de sus productos de software están siendo desafiados por servicios de Google ofrecidos gratis y financiados con publicidad. [...]

Cualquiera que sea la respuesta de los directivos de Yahoo! a la oferta, los accionistas de la empresa estarán encantados con la noticia. Los accionistas de Microsoft es probable que sean menos entusiastas: la integración de las dos empresas sería una tarea gigantesca, y Microsoft nunca ha realizado una adquisición de tan gran escala. Algunos escépticos dicen que el precio es demasiado alto por una empresa con problemas, incluso si es, de acuerdo a algunas medidas, la empresa de Internet más grande del mundo. Microsoft dice que confía en que los reguladores aprobarán el acuerdo, que podría completarse a finales de año. "

## **Microhoo! hoo-hah**

### **Controvertida oferta de Microsoft por Yahoo!**

"[...] Cualquier miembro del consejo de administración de Yahoo! con un minuto de sobra debería ir a YouTube y ver a Ballmer, actuando como un gorila loco y aullando "¡Yo amo esta empresa!" y, a continuación aceptar su oferta de 44,5 mil millones dólares por Yahoo!. Porque sólo va a haber un ganador en esta lucha. [...]"

Al ofrecer una prima de más del 60% sobre el precio de las acciones de Yahoo!, Ballmer ha aprendido de la adquisición triunfal de Dow Jones por parte de Rupert Murdoch el año pasado —y Microsoft no tiene que lidiar con una familia fundadora con lealtades divididas. El 71% de las acciones de Yahoo! está en manos de inversores institucionales. Al ofrecer tanto, es probable que Microsoft ahuyente a posibles rivales, entre ellos el propio Sr. Murdoch. [...]"

La llamada carta del "abrazo del oso" que el Sr. Ballmer envió al consejo de administración de Yahoo el 31 de enero es una obra maestra, que muestra hasta dónde puede llegar un oferente hoy en día sin declararse oficialmente hostil. Habida cuenta de la responsabilidad frente a los accionistas del gobierno corporativo de hoy en día, el consejo de administración tiene que tomar en serio la oferta, y no podrá rechazarla sin provocar la furia—y probablemente los pleitos—de sus accionistas. [...]"

Ballmer hábilmente genera presión interna a favor de la oferta entre los empleados de Yahoo!—un ejército que ha sufrido importantes pérdidas durante las luchas recientes de la compañía—con la promesa de "ofrecer paquetes de retención significativos para sus ingenieros, líderes clave, y empleados en todas las disciplinas".

Nada de esto implica negar que Microsoft probablemente esté ofreciendo demasiado dinero en lo que parece un acto de desesperación. La frase "choque de culturas" viene a la mente: Microsoft se enfrenta a la difícil tarea de fusionar las dos empresas y transformarlas en un competidor real para el líder destacado del mercado, al que el Sr. Ballmer se refiere sólo como "un jugador", pero al que el resto de nosotros llamamos Google . Por otra parte, es difícil que Microsoft y Yahoo! puedan desafiar a Google juntos en peores condiciones que por separado.

Tal vez el mayor obstáculo para la creación de Microhoo! son las autoridades antimonopolio, que han seguido de cerca a Microsoft durante una década. Microsoft puede argumentar que la compra de Yahoo! aumentaría la competencia en los mercados de los motores de búsqueda y de la publicidad en línea, al crear una verdadera alternativa a Google. Algunos sostienen que Microsoft está tratando de extender su monopolio del escritorio a los motores de búsqueda (como lo hizo con los navegadores web), pero esto parece poco plausible: hoy en día existe sin duda un mayor poder de monopolio en el mercado de los motores de búsqueda que en el mercado de las aplicaciones. [...]"

## Simplemente diga no

### ¿Cuándo y cómo puede exactamente una empresa declinar una oferta de compra?

"El 11 de febrero Yahoo!, empresa pionera de Internet, rechazó una oferta de compra de Microsoft por valor de 44,6 mil millones dólares. El gigante del software había hecho pública la oferta una semana antes en una carta de "abrazo del oso" destinada a presionar a Yahoo! para que aceptara. Pero la oferta de Microsoft, incluso con una prima del 62% sobre el precio de mercado de las acciones de Yahoo!, "infravalora sustancialmente" la compañía, de acuerdo al consejo de administración de Yahoo!. [...]

La carta de Microsoft al consejo de administración de Yahoo! no constituye una oferta formal ni le obliga a hacer una. Dicho esto, realizar una oferta públicamente en la forma en la que Microsoft lo ha hecho no está exento de riesgos, ya que puede alertar a otros posibles compradores. Sin embargo, Microsoft parece haber concluido que es más probable que la publicidad de la prima que está dispuesto a pagar por Yahoo! más bien asuste a otros posibles competidores.

Yahoo! tiene varias opciones, dependiendo de cuál sea su determinación de mantener su independencia. Hace dos décadas los tribunales de Delaware dictaminaron que un consejo de administración puede "decir no" a una oferta que no le guste, por la razón que sea y por mucho que los accionistas no estén de acuerdo. Pero una serie de casos judiciales, y el creciente poder y activismo de los accionistas institucionales de los Estados Unidos, han reducido la libertad de acción del consejo de administración.

En el clima actual de litigios legales, Yahoo! al menos debe demostrar que su decisión de rechazar la oferta se está haciendo en el mejor interés de sus accionistas, lo que significa mucho trabajo para sus banqueros de inversión, ya que tendrán que explicar por qué el bajo precio de las acciones de la empresa es una aberración, y por qué la oferta (no vinculante) de Microsoft no es tan generosa como parece.

Yahoo! también ha estado considerando una unión defensiva, con Google, AOL o News Corp, para mantener a raya a Microsoft. También podría alentar a las autoridades de defensa de la competencia para intervenir, como PeopleSoft hizo en 2003, cuando una empresa de software rival, Oracle, lanzó una oferta hostil. Después de todo, Microsoft ha sido el blanco de las autoridades antimonopolio con anterioridad. Pero ésta es una estrategia de alto riesgo, porque si el comprador hace una nueva oferta que el consejo de administración quiere aceptar, las autoridades de defensa de la competencia no van a desaparecer en ese momento.

Yahoo! también puede intentar otra de las tácticas de PeopleSoft: el uso de una "píldora envenenada" para hacer prohibitivo el coste de la adquisición [...].<sup>1</sup> La legalidad de esta estrategia cuando la mayoría de los accionistas quiere aceptar la oferta no es tan clara como lo fue en su día: el intento de suprimir la píldora venenosa de PeopleSoft habría tenido una alta probabilidad de éxito, pero el caso no llegó a los tribunales porque PeopleSoft se inclinó ante sus accionistas y aceptó la oferta de Oracle.

La mayoría de los abogados piensa que, de una u otra manera, el consejo de administración de Yahoo! tendrá que acceder a los deseos de sus accionistas, muchos de los cuales parecen estar más interesados en lograr una oferta ligeramente superior de Microsoft que en espantarlo. En una carta del 10 de febrero, Bill Miller, de Legg Mason, el segundo mayor accionista de Yahoo!, dijo que su valoración de Yahoo! estaba en la zona de los 40 dólares por acción (en comparación con los \$31 que ahora se ofrecen) y que esperaba que Microsoft "haga lo que sea necesario". En pocas palabras, es probable que diciendo que no [...] Yahoo! sólo se esté haciendo de rogar. "

---

<sup>1</sup> Una "píldora envenenada" es una estratagema financiera que aumenta sustancialmente el coste de una adquisición hostil para el adquiriente. Para nuestros propósitos, esto es todo lo que necesitamos saber.