

Tipo de documento: Tesis de maestría



Escuela de Negocios. Maestría en Finanzas

Razones estratégicas y financieras detrás de la mayor adquisición en la historia de Microsoft: Activision Blizzard (2022)

Autoría: Jalif, Maximiliano Javier

Año: 2024

¿Cómo citar este trabajo?

Jalif, M.(2024). *Razones estratégicas y financieras detrás de la mayor adquisición en la historia de Microsoft: Activision Blizzard (2022)*. [Tesis de maestría. Universidad Torcuato Di Tella].

Repositorio Digital Universidad Torcuato Di Tella

<https://repositorio.utdt.edu/handle/20.500.13098/13017>

El presente documento se encuentra alojado en el Repositorio Digital de la Universidad Torcuato Di Tella bajo una licencia Creative Commons Atribución-No Comercial- Compartir igual 4.0 Argentina
Dirección: <https://repositorio.utdt.edu>

Trabajo Final de Graduación

Maestría en Finanzas UTDT

Año Académico 2023-2024

Alumno: Maximiliano Javier Jalif

Tutor: Andrés Okoskyn

*RAZONES ESTRATÉGICAS Y FINANCIERAS DETRÁS DE LA MAYOR ADQUISICIÓN
EN LA HISTORIA DE MICROSOFT: ACTIVISION BLIZZARD (2022)*

Tabla de contenidos

Listado de tablas.....	4
Listado de ilustraciones.....	5
Abstract.....	6
1 Introducción.....	7
2 Revisión de literatura.....	8
2.1 ¿Qué es una fusión y adquisición (M&A)?.....	8
2.2 Tipos de compradores/vendedores vs racional de la transacción.....	8
2.2.1 Compradores Estratégicos/Corporativos.....	8
2.2.2 Compradores Financieros/Private Equity.....	8
2.3 Tipos de transacciones.....	9
2.3.1 Tipos de transacciones de adquisición.....	9
2.3.2 Tipos de transacciones de desinversión.....	10
2.4 ¿Cuáles son las formas de pago?.....	11
2.5 ¿Por qué las empresas realizan transacciones de fusiones y adquisiciones?.....	12
2.6 Motivaciones estratégicas.....	12
2.6.1 ¿Qué es estrategia empresarial?.....	12
2.6.2 Misión, Visión y Valores.....	13
2.6.3 Cinco fuerzas competitivas de Porter y estrategias genéricas.....	14
2.6.4 Análisis FODA (SWOT).....	15
2.6.5 Agenda estratégica de crecimiento.....	16
2.6.6 Racional estratégico.....	17
2.6.7 Herramientas de estrategia corporativa: Matrices de Ansoff, Boston Consulting Group (BCG) y McKinsey.....	19
2.6.8 Conclusión.....	23
2.7 Motivaciones financieras.....	23
2.7.1 Creación de valor. Valor actual neto (VAN).....	24
2.7.2 Valuación intrínseca (DCF).....	25
2.7.3 Valuación relativa o por múltiplos.....	29
3 Microsoft Corporation.....	32
3.1 Estrategia: Misión, Visión y Valores.....	33
3.1.1 Misión y visión.....	33
3.1.2 Valores.....	33
3.1.3 Estrategia.....	33
3.2 Unidades de negocio.....	34
3.2.1 Microsoft Gaming.....	35
3.3 Historial de transacciones de M&A.....	38
3.4 CEO: Satya Nadella (2014 – Presente).....	38
4 Activision Blizzard Inc.	40

4.1	Estrategia: Misión, Visión y Valores	41
4.1.1	Misión y Visión.....	41
4.1.2	Valores	42
4.2	Unidades de negocio	42
4.3	Productos.....	43
4.4	CEO: Bobby Kotick (2008 – 2023)	43
5	Adquisición de Activision Blizzard	44
5.1	Descripción general de la transacción.....	44
5.2	Prospectos de la industria de videojuegos.....	45
5.3	Motivaciones estratégicas	47
5.3.1	Análisis de cinco fuerzas de Porter y estrategias genéricas	47
5.3.2	Análisis FODA.....	49
5.3.3	Racional de la transacción.....	52
5.3.4	Análisis de la transacción según las matrices de Ansoff, GE-McKinsey y BCG	53
5.3.5	Agenda estratégica de crecimiento. ¿Por qué Microsoft pudo haber decidido crecer inorgánicamente?	55
5.3.6	Conclusión	56
5.4	Motivaciones financieras	57
5.4.1	Valuación por DCF	57
5.4.2	Valuación por múltiplos.....	66
5.4.3	Conclusión	68
6	Consideraciones finales.....	71
	Referencias.....	72
	Anexos	77
	Anexo 1: Racional de la transacción.....	77
	Anexo 2: Consideraciones antimonopolio	78

Listado de tablas

Tabla 1: Resumen – Tipos de inversores	9
Tabla 2: Variables determinantes para distintos múltiplos	30
Tabla 3: Ventajas y desventajas de la valuación por múltiplos.....	31
Tabla 4: Top 10 empresas por capitalización bursátil al 18 de enero de 2022.....	32
Tabla 5: Retorno total y CAGR de Microsoft (Febrero 2014 – Diciembre 2023)	39
Tabla 6: Usuarios Activos Mensuales (MAU) promedio en millones	41
Tabla 7: Resumen de la transacción.....	45
Tabla 8: WACC	57
Tabla 9: ERP (1 enero 2022) - \$ en millones.....	58
Tabla 10: Beta Unlevered – Regresión Lineal - \$ en millones	59
Tabla 11: Beta Levered - \$ en millones	60
Tabla 12: COGS y Margen Bruto	61
Tabla 13: Gastos Generales.....	62
Tabla 14: Working Capital (días).....	62
Tabla 15: Tasa efectiva de impuesto a las ganancias	63
Tabla 16: CAPEX y Amortización – Software Development.....	63
Tabla 17: Propiedades y Equipos (P&E).....	63
Tabla 18: Activos Intangibles	64
Tabla 19: FCFF (2017-2021) - \$ en millones	64
Tabla 20: FCFF proyectados (2022-2025) - \$ en millones	64
Tabla 21: Valuación del EV - \$ en millones	65
Tabla 22: Resultado de la valuación - \$ en millones.....	65
Tabla 23: Sensibilidad de EV a WACC y g - \$ en millones	66
Tabla 24: Sensibilidad de EV a EBIT % y Market Share - \$ en millones	66
Tabla 25: Mayores compañías de videojuegos en enero 2022 por capitalización bursátil (\$ en mil millones)	67
Tabla 26: Ratios operativos de compañías comparables en 2021	67
Tabla 27: Múltiplos de EBITDA y EBIT de comparables (2021) - \$ en millones	67
Tabla 28: Resultado de valuación relativa - \$ en millones.....	68
Tabla 29: Sensibilidad de EV a COGS % y Overhead Costs % - \$ en millones.....	69
Tabla 30: Sensibilidad de EV a EBIT % y Market Share % - \$ en millones	69
Tabla 31: Resumen de los ejercicios de valuación - \$ en millones.....	70
Tabla 32: Racional de la transacción	77
Tabla 33: Aprobación de la transacción por organismos antimonopolio	78

Listado de ilustraciones

Ilustración 1: Transacciones de desinversión.....	11
Ilustración 2: Fuerzas que impulsan la competencia en la industria (Cinco fuerzas de Porter)15	
Ilustración 3: Matriz FODA	16
Ilustración 4: Crecimiento vs Ciclo de vida. (Fuente: Albisetti (2018)).....	17
Ilustración 5: Tipos de transacciones según el racional estratégico.....	17
Ilustración 6: Matriz de Crecimiento/Participación de Ansoff	20
Ilustración 7: Matriz de McKinsey	21
Ilustración 8: Matriz de BCG	22
Ilustración 9: Estrategias de crecimiento	23
Ilustración 10: Creación de valor en una operación de M&A.....	24
Ilustración 11: Valores estandarizados o múltiples.....	30
Ilustración 12: Evolución de ventas de Microsoft Gaming (2017-2022) (ex ATVI).....	36
Ilustración 13: Evolución de la participación de mercado en consolas 2021-2022	36
Ilustración 14: Número de suscriptores de Xbox Game Pass	37
Ilustración 15: Historial de adquisiciones de Microsoft.....	38
Ilustración 16: Evolución de inversión de \$1,000 en Microsoft (02/2014 – 12/2023).....	39
Ilustración 17: Evolución de ventas de Activision Blizzard (2005-2021)	40
Ilustración 18: Usuarios Activos Mensuales (MAU) en millones	41
Ilustración 19: Principales clientes con % Ventas Netas mayor al 10%.....	41
Ilustración 20: Ventas de Activision Blizzard por división (2017-2021)	43
Ilustración 21: Ranking de las 10 mayores adquisiciones de Microsoft	44
Ilustración 22: Precio de la acción de ATVI y reacción post anuncio	44
Ilustración 23: Crecimiento proyectado de la industria de Entertainment & Games Software 46	
Ilustración 24: Participación de mercado de las mayores compañías de videojuegos en 2022 47	
Ilustración 25: Cinco fuerzas de Porter aplicadas a la industria de videojuegos.....	48
Ilustración 26: Matriz FODA aplicada a la transacción.....	51
Ilustración 27: Capitalización bursátil de Microsoft y Activision Blizzard	52
Ilustración 28: Ventas de Microsoft Gaming y Activision Blizzard	53
Ilustración 29: Matriz de Ansoff aplicada a la adquisición de Activision Blizzard.....	54
Ilustración 30: Matriz de GE-McKinsey aplicada a la UN Microsoft Gaming.....	54
Ilustración 31: Matriz BGC aplicada a Microsoft.....	55
Ilustración 32: Regresión lineal de retornos mensuales de SPY y ATVI (2017-2021).....	59
Ilustración 33: Activision Blizzard - Ventas	60
Ilustración 34: Margen Operativo (EBIT) – en millones	62
Ilustración 35: Reacción del EV de ATVI el día del anuncio	68
Ilustración 36: Prima de mercado	69
Ilustración 37: Resumen de la valuación - \$ en millones.....	70

Abstract

Este trabajo explora las potenciales motivaciones estratégicas y financieras de Microsoft detrás de la adquisición de Activision Blizzard, la transacción de mayor magnitud en la historia de la compañía. A través de diversas herramientas de análisis estratégico analizamos las potenciales motivaciones detrás de esta decisión, y mediante un ejercicio de valuación intrínseca y relativa determinamos la racionalidad del precio de compra ofertado.

Desde un enfoque estratégico, se revela la alta atractividad de la industria de videojuegos para Microsoft, alineándose con su histórico compromiso desde el lanzamiento de Xbox en 2001. Aspectos como el tamaño significativo y el rápido crecimiento de la industria, así como las tendencias emergentes hacia el entretenimiento interactivo, juegos móviles, realidad virtual y plataformas de metaverso, refuerzan la atractividad de esta.

La estrategia de diferenciación de Microsoft Gaming, centrada en el modelo de suscripción multiplataforma Xbox Game Pass, se potencia con la adquisición de Activision Blizzard, consolidando no solo una exitosa biblioteca de videojuegos, sino también capacidades de generación de contenido a través de la absorción de los estudios Activision, Blizzard Entertainment y King, posicionando a Microsoft Gaming para un éxito sostenido en el largo plazo.

Desde la perspectiva financiera, las valoraciones intrínsecas (\$71,620 millones) y relativas (\$65,586 - \$78,329 millones) respaldan el precio ofertado (\$68,700 millones), brindando a Microsoft margen para crear valor mediante la explotación de sinergias, la expansión a nuevos mercados y el aprovechamiento de talento absorbido.

En resumen, la adquisición de Activision Blizzard por parte de Microsoft pareciera fortalecer las ventajas competitivas de Microsoft Gaming, estableciendo así una posición estratégica sólida, distintiva y duradera en la industria de los videojuegos.

Palabras clave

Fusiones y adquisiciones (M&A), estrategia, matriz de Ansoff, matriz de BCG, matriz de McKenzie, análisis FODA (SWAT), cinco fuerzas competitivas de Porter, valuación intrínseca (DCF), valuación relativa, Microsoft, Activision Blizzard, industria de videojuegos.

1 Introducción

La estrategia, según Henry Mintzberg, uno de los teóricos más influyentes en el campo de la gestión estratégica, “es un patrón en un flujo de decisiones” (Mintzberg, 1978). Esta definición sugiere que la existencia de una estrategia en una organización se manifiesta a través de un patrón coherente y deliberado en las decisiones tomadas a lo largo del tiempo.

Extendiendo este concepto al análisis de la estrategia de Microsoft detrás de la mayor adquisición en su historia y en la historia de la industria de videojuegos, la compra de Activision Blizzard por \$68,700 millones de dólares, inferimos que identificando los patrones estratégicos y financieros detrás de esta transacción, e inclusive relacionándolos con transacciones previas de M&A realizadas por la compañía dentro de la industria de videojuegos, podremos establecer conclusiones respecto a su estrategia de trasfondo.

Es importante destacar que Microsoft opera en entornos altamente competitivos, siendo la industria de videojuegos un claro ejemplo. La posición de liderazgo global de Microsoft se fundamenta en su continua innovación, enfoque estratégico y orientación al cliente, además de su habilidad para adaptarse a los dinámicos cambios del mercado y la tecnología. En este contexto, las estrategias de M&A han sido cruciales para la expansión de la empresa hacia nuevos mercados, la diversificación de su cartera y el fortalecimiento de su posición competitiva. La capacidad de Microsoft para identificar oportunidades de adquisición y, crucialmente, integrar de manera efectiva estas nuevas empresas, ha sido un componente esencial de su éxito sostenido.

A lo largo del trabajo analizaremos si la adquisición de Activision Blizzard se perfila como un caso de negocios exitoso en el track record de Microsoft. Para ello, inicialmente abordaremos conceptos y herramientas fundamentales en la literatura académica sobre estrategia empresarial, fusiones y adquisiciones (M&A) y valuación intrínseca y relativa, apoyándonos en autores como Michael Porter, Igor Ansoff y Aswath Damodaran y en metodologías desarrolladas por compañías como Boston Consulting Group y McKinsey.

Posteriormente, realizaremos una breve descripción de las dos compañías involucradas en la transacción, Microsoft Corporation y Activision Blizzard Inc. Examinaremos sus estrategias corporativas y trayectoria, describiremos sus principales unidades de negocio, productos, y presentaremos su liderazgo actual.

A continuación, describiremos y analizaremos los detalles de la transacción y los prospectos de la industria de videojuegos. Luego, aplicaremos las herramientas presentadas en la revisión de literatura académica de estrategia para analizar y elaborar conclusiones respecto a las posibles razones estratégicas detrás de la adquisición.

Seguidamente, realizaremos un ejercicio de valuación intrínseca y relativa de Activision Blizzard al momento de anunciarse la transacción, asumiendo que la compañía continuará operando sin cambios en su modelo de negocios. Los resultados se contrastarán con los precios de mercado antes y después de anunciarse la transacción y con el precio de compra. Como complemento al ejercicio de valuación, se realizará un análisis de sensibilidad a los principales supuestos del modelo para ilustrar tanto el impacto de estos sobre el resultado de la valuación, como para dimensionar el valor que Microsoft puede crear para sus accionistas mediante la captura de sinergias y el incremento de la participación de mercado de Activision Blizzard en el mercado de videojuegos.

A modo de cierre, resumiremos las potenciales razones estratégicas y financieras detrás de esta adquisición monumental, basándonos en el análisis realizado a lo largo del trabajo.

2 Revisión de literatura

Esta revisión busca cubrir los tópicos relevantes dentro del amplio espectro de literatura relacionada a fusiones y adquisiciones (M&A), estrategia y métodos de valuación. El objetivo es construir el marco teórico necesario para analizar el caso de estudio alcanzado por este trabajo.

2.1 ¿Qué es una fusión y adquisición (M&A)?

Las empresas históricamente han tendido a consolidarse o separarse por motivos financieros y/o estratégicos. Una fusión consiste en el acuerdo de dos o más empresas independientes, por el que se comprometen a unificar sus patrimonios y formar una nueva sociedad con una personería jurídica distinta al de las demás. En caso de una adquisición o integración, una de las sociedades integrantes del acuerdo actúa como absorbente del patrimonio de la otra, conservando su personería jurídica. Estos dos tipos de operaciones dan origen al acrónimo en inglés M&A (Mergers and Acquisitions).

La operación contraria a una fusión o adquisición se denomina desinversión (divestiture en inglés), mediante la cual una compañía desaparece para integrarse a otra o transformarse en varias, o simplemente se deshace de parte de sus activos o unidades de negocio.

2.2 Tipos de compradores/vendedores vs racional de la transacción

2.2.1 Compradores Estratégicos/Corporativos

Los compradores estratégicos, también referidos como corporativos, son inversionistas con una visión de largo plazo, que buscan oportunidades de compra de empresas generalmente dentro del sector en el que operan o al que desean ingresar, para luego integrarlas y gestionarlas como una parte más de sus operaciones.

En su proceso de toma de decisión y de formulación de una estrategia de negociación con la contraparte, se focalizan en evaluar en profundidad las potenciales sinergias que podrían crear valor si son materializadas (para más detalle ver sección 2.7.1).

Por otro lado, el análisis estratégico de este tipo de comprador suele estar enfocado en seleccionar candidatos que ofrezcan la oportunidad de fortalecer y complementar sus líneas de negocios y/o incrementar su cuota de mercado, o bien adquirir nuevas capacidades, ingresar a nuevas geografías o incorporar nuevos productos.

Para este tipo de compradores, la retención de miembros de la gerencia de la empresa adquirida no suele ser frecuente ni prioritaria, dado que cuenta internamente con el conocimiento sobre el mercado y la industria. Parte de las sinergias de reducción de costos se generan al optimizar el personal integrando roles de soporte a su estructura existente (Albisetti, 2018).

2.2.2 Compradores Financieros/Private Equity

Los compradores financieros, o fondos de capital privados (Private Equity), adquieren empresas con un horizonte temporal de inversión definido, en un rango que habitualmente va de los 3 a los 8 años. Es decir, antes de realizar la transacción suelen tener definido un plan estratégico de salida o desinversión. Su principal objetivo es mejorar la performance financiera de la empresa adquirida (ventas, márgenes, flujos de caja), con miras a una venta que permita obtener una ganancia de capital esperada. Generalmente, recurren al uso de un elevado grado de apalancamiento (*leverage*) a la hora de financiar las transacciones.

El proceso de evaluación tiene un enfoque financiero, de tal manera que la empresa a adquirir se evalúa en función de su capacidad de generar ventas, rentabilidad y flujos de caja. Dado su enfoque, por lo general estos compradores mantienen a los miembros de la gerencia operacional, pero remplazan al equipo financiero y a aquellos gerentes de las áreas que consideran más débiles. Un aspecto de enfoque prioritario de este tipo de inversores es la aplicación de las mejores prácticas de gobierno corporativo de las empresas en las cuales invierten. Generalmente, contratan consultores externos para apoyar el análisis de la dinámica de la industria y mejorar el posicionamiento estratégico y los aspectos tecnológicos de la empresa (Albisetti, 2018).

A diferencia del comprador estratégico, el inversionista financiero se presenta como un fondo de inversión que organiza un grupo de inversionistas que buscan empresas con alto potencial de crecimiento y/o rentabilidad. Los fondos buscan inversiones con el objetivo de lograr la diversificación

de riesgo de sector, pero sin integrar la empresa adquirida en una organización central. Su interés principal suele ser incrementar el flujo de caja de la empresa y encontrar un mecanismo adecuado de salida en el mediano plazo.

A modo de resumen, en la Tabla 1: Resumen – Tipos de inversores se listan las principales características distintivas de cada tipo de comprador.

Tabla 1: Resumen – Tipos de inversores

	Inversores Estratégicos / Corporativos	Inversores financieros / Private Equity
Características distintivas	<p>Foco estratégico y operacional. Generalmente no son especialistas en transacciones. No compran con visión de salida. Necesitan asistencia de asesores financieros, legales e impositivos. Mayor conocimiento comercial y operacional en la industria. Foco en el flujo de caja y resultados por igual. Mayor escrutinio externo en caso de compañías públicas.</p>	<p>Son especialistas en transacciones. Son inversores, no operadores. Salida en el corto/mediano plazo. Se enfocan en la creación de valor para la salida. Cuentan con asesores sofisticados, especialmente con especialistas de la industria de la empresa a adquirir. Proceso de decisión ágil. Foco en el flujo de caja.</p>
Racional de la transacción	<p>Expansión: ingresar a nuevas geografías. Integración: incrementar cuota de mercado (<i>market share</i>). Diversificación: nuevos mercados/productos. Capacidades: adquisición de nuevas capacidades.</p>	<p>Estratégica de inversión o de sinergia con otras compañías del portafolio. Foco en maximizar los retornos de los inversores en el menor plazo posible. Construir y mejorar el desempeño del negocio. Relevancia de las vías y timing de salida.</p>

Fuente: Elaboración propia.

2.3 Tipos de transacciones

2.3.1 Tipos de transacciones de adquisición

Las transacciones de adquisición generalmente se realizan en alguno de los tres siguientes formatos:

1. Fusión o Integración:
 - Fusión o consolidación: En una fusión o consolidación, se crea una empresa nueva que integra las compañías alcanzadas por la transacción. Estas pierden su personería jurídica.
 - Integración: La integración es el resultado de una empresa que adquiere e integra por completo a otra. La empresa compradora conserva su identidad y absorbe todos los activos y pasivos de la empresa objetivo. Esta última, luego de ejecutarse la transacción deja de existir como compañía independiente.
2. Adquisición de acciones: La forma más habitual de comprar una compañía es adquirir capital social en forma de acciones con derecho de voto mediante el pago en efectivo y/o intercambio de acciones. En función del porcentaje adquirido se obtendrá un diferente nivel de control. En este caso, la empresa oferente puede negociar directamente con la empresa objetivo y presentar una propuesta de adquisición. Frecuentemente a los accionistas minoritarios se les ofrecen condiciones menos atractivas dado que no cuentan con poder de negociación, lo cual puede condicionar la posibilidad de comprar la totalidad de la empresa. En otras ocasiones, existen acuerdos de accionistas con cláusulas de protección de minoritarios con el fin de asegurarle la venta al mismo precio, por ejemplo, “*tag along right*”. Cabe mencionar los siguientes casos particulares:

- i. En el caso en que el comprador adquiere todas las acciones de una empresa cotizante, la adquisición se realizará mediante una oferta pública de adquisición (OPA). Normalmente las acciones dejan de cotizar y se produce un “*de-listing*” de las mismas. Este es el caso de la adquisición de Activision Blizzard por parte de Microsoft Corporation en que se enfoca este trabajo.
 - ii. Si para realizar la compra se emplea una parte importante de deuda, la operación se denomina adquisición apalancada, en inglés *leveraged buy-out* (LBO).
 - iii. Una variación de la anterior es la adquisición de una empresa por parte del equipo directivo, denominada en inglés *management buy-out* (MBO).
3. Adquisición de activos: este tipo de transacciones generalmente se realiza cuando la adquisición de la empresa objetivo como negocio en marcha no resulta conveniente, por ejemplo, por la dificultad de valorar el negocio, porque el interés es por solo una parte de la compañía, por exceso de endeudamiento o porque los propietarios decidieron cerrar y liquidar la actividad. En este caso, el adquirente no necesariamente compra todos los activos, sino solamente los que le resulten de especial interés. Puede tratarse de activos tangibles (edificios, equipos, inventario, entre otros) o activos intangibles (marcas, patentes, propiedad intelectual, entre otros).

2.3.2 Tipos de transacciones de desinversión

Nos referimos con desinversión a la operación contraria a la inversión, es decir, a la venta de activos a cambio de dinero u otros activos. Es una operación que tiene impacto positivo en el flujo de efectivo, generando recursos que pueden ser destinados a otro fin. Las principales razones que pueden motivar una empresa a realizar una desinversión son:

- La caja generada puede utilizarse para solucionar una situación de distrés.
- Focalizarse en un sector en que la compañía tiene una mayor posición de ventaja competitiva.
- Presión por parte de accionistas activistas.
- Reposicionamiento del negocio.
- Responsabilidad social empresaria.

Las transacciones de desinversión se clasifican de la siguiente manera:

- **Venta de la compañía en su totalidad o *full enterprise sale*:** operación mediante la cual una empresa vende la totalidad de sus activos y operaciones a un inversor estratégico o financiero. En este tipo de transacción, la entidad vendida deja de existir posterior a la venta, y la empresa compradora adquiere todos los activos, pasivos, y la estructura operativa de la empresa vendedora. Un ejemplo de este tipo de transacción es la venta de Activision Blizzard a Microsoft.
- **Venta Parcial o *Carve-out*:** tipo de operación de desinversión mediante la cual una empresa matriz o *parent* decide vender activos o una unidad de negocios que no considera estratégica (*assets carve-out*), o bien acciones de una subsidiaria (*equity carve-out*) a un inversor estratégico o financiero. Las motivaciones para realizar un Carve-Out pueden incluir la necesidad de obtener liquidez, la búsqueda de un enfoque más claro en las operaciones principales, o la eliminación de segmentos de negocios que no se alinean con la estrategia a largo plazo. Un ejemplo de equity carve-out es la venta de DuPont del 30% de participación que tenía en Conoco en 1998.
- **Spin-Off:** operación que implica la creación de una entidad separada e independiente a partir de una unidad de negocios específica de la empresa matriz, con el objetivo de mejorar la eficiencia operativa, enfocarse en áreas clave del negocio o desbloquear valor para los accionistas. Mediante este proceso, la empresa matriz distribuye acciones de la nueva entidad a sus accionistas existentes. Un ejemplo es la separación de DowDuPont en tres compañías cotizantes: Dow, DuPont y Corteva. Otro caso conocido es el spin-off realizado por eBay de PayPal.
- **Split-Off:** se produce un split-off cuando la empresa matriz decide separar una unidad de negocio y transferirla a una nueva entidad independiente. A diferencia de un Spin-Off, en este caso la empresa matriz ofrece a sus accionistas existentes la opción de conservar sus

acciones en la empresa matriz o bien intercambiarlas por acciones de la nueva entidad. Por lo tanto, los accionistas pueden decidir participar en el intercambio o mantener sus acciones en la empresa matriz. Un ejemplo de este tipo de transacción es el Split-off realizado por CBS Corporation de su negocio de radio, ofreciendo a los accionistas de CBS intercambiar sus acciones por acciones en CBS Radio.

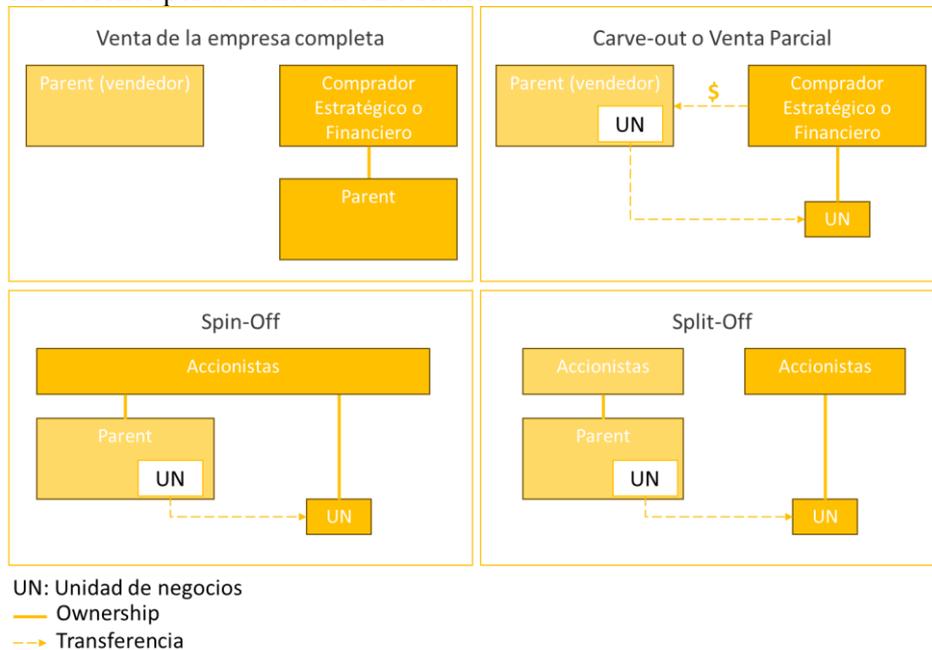


Ilustración 1: Transacciones de desinversión

2.4 ¿Cuáles son las formas de pago?

Para la mayoría de las transacciones corporativas de fusiones y adquisiciones, las formas de pago utilizadas son:

- **Efectivo:** siguiendo la célebre frase “*cash is king*”, el vendedor generalmente prefiere cobrar en efectivo, salvo que decida diferir impuestos. Para el comprador, este mecanismo puede implicar recurrir a fuentes de financiamiento externo en caso de no contar con el excedente de caja necesario. Cabe señalar que, desde la perspectiva del comprador, este puede ser el método preferido cuando el costo de capital es bajo. Cabe señalar que la adquisición de Activision Blizzard por parte de Microsoft es 100% en efectivo.
- **Financiado por el vendedor:** el vendedor financia al comprador emitiendo algún tipo de instrumento de deuda, sobre el cual el comprador se obliga a pagar el principal e intereses. Generalmente el vendedor requerirá garantías y tasa de interés para compensar el riesgo crediticio que está asumiendo.
- **“Earn-Outs”:** mecanismo utilizado para atar los pagos y valor de la transacción al cumplimiento de objetivos atados a performance, como por ejemplo la mejora en el desempeño operativo, la obtención de contratos o aprobaciones claves por parte de organismos reguladores. Este mecanismo incentiva al vendedor a mantenerse involucrado en el negocio y permite al comprador reducir el riesgo de la transacción.
- **En especies:** el vendedor recibe activos no monetarios o servicios a cambio de las acciones de la empresa que vende.
- **En acciones:** emisión o transferencia de acciones por parte de la compañía compradora, en favor de los dueños de la compañía vendedora. Este tipo de mecanismo permite al vendedor diferir el evento monetario hasta la venta de las acciones del comprador, y por lo tanto permite diferir impuestos. Como contrapartida, el vendedor asume el riesgo del negocio del comprador.

2.5 ¿Por qué las empresas realizan transacciones de fusiones y adquisiciones?

Una operación de fusión o adquisición es compleja, puede insumir gran cantidad de tiempo y recursos, y terminará afectando de manera definitiva a las empresas participantes, sus empleados, clientes, proveedores y accionistas, entre otros. Por ello, es fundamental para sus directivos entender y estar seguros de que existen motivaciones relevantes para llevarla a cabo.

A modo de introducción, a continuación se enumeran algunas razones para adquirir o desinvertir para despertar el interés del lector, que posteriormente se desarrollarán en mayor profundidad en las próximas secciones. En este trabajo nos centraremos en motivaciones financieras y estratégicas, aunque pueden existir otro tipo de razones que escapen a esta lógica.

¿Por qué adquirir? A continuación, se presentan algunas de las razones más comunes:

- Oportunidad de adquirir un negocio a un precio atractivo. Por lo tanto, la transacción genera valor para el comprador.
- Crecimiento y expansión: Las empresas pueden realizar operaciones de M&A como parte de una estrategia para ingresar en un mercado o industria deseada, lograr un crecimiento más rápido, aumentar la participación de mercado y/o acceder a nuevos mercados geográficos o segmentos de clientes.
- Sinergias y eficiencias: Las transacciones de M&A pueden generar sinergias operativas y financieras al combinar recursos y capacidades de las empresas involucradas, capturando así economías de escala. Estas sinergias pueden llevar a mejoras en la eficiencia, reducción de costos y aumento de la rentabilidad.
- Acceso a nuevas tecnologías: Mediante la adquisición de una empresa una compañía puede acceder rápidamente a tecnologías disruptivas.
- Diversificación: Mediante una transacción de M&A una empresa puede incrementar la diversificación de su cartera de productos o servicios, reduciendo la exposición a riesgos específicos de una industria o mercado.
- Adquisición de talento, capacidades y/o conocimientos especializados: Al adquirir una empresa con un equipo talentoso y experto, una compañía puede obtener acceso a habilidades, capacidades y/o conocimientos especializados que pueden impulsar la innovación y el crecimiento.
- Insumos clave: Al adquirir una empresa productora de un insumo clave, la adquirente puede asegurarse su suministro reduciendo sus riesgos.
- Adaptarse a disrupciones o nuevas tendencias en el mercado.

¿Por qué desinvertir? A continuación, se presentan algunas de las razones más comunes:

- El precio ofertado por el comprador es superior al valor que la compañía tiene para los accionistas actuales.
- Re focalizar el portafolio de inversiones en negocios/activos estratégicos.
- Acceder a capital para facilitar nuevas inversiones.
- Dar respuesta a requerimientos regulatorios.

2.6 Motivaciones estratégicas

De acuerdo con la 21st encuesta de EY Global Capital Confidence Barometer, más de la mitad (52%) de las empresas preveían participar activamente en transacciones de fusiones y adquisiciones en los siguientes 12 meses. Por lo tanto, dada la relevancia y complejidad de este tipo de transacciones, resulta fundamental que estas compañías alineen sus procesos transaccionales con sus estrategias de crecimiento, las cuales pueden orientarse a la adquisición de nuevas capacidades, la consolidación o expansión de sus líneas de productos, o el aumento de su participación de mercado (Salsberg & Krusch, 2019).

En esta sección desarrollaremos herramientas que nos permitirán analizar las posibles razones estratégicas que impulsaron a Microsoft a adquirir Activision Blizzard.

2.6.1 ¿Qué es estrategia empresarial?

Etimológicamente, estrategia proviene del griego; el término *strategos*, vinculado a la profesión de general, está compuesto por *stratos* (ejército) y *ag* (dirigir). Por tanto, el significado originario de la palabra era “dirigir a los ejércitos”, estando fuertemente vinculado al ámbito militar. Se considera la obra “El arte de la guerra”, del filósofo y general chino Sun Tzu del siglo IV a.C. como la primera publicación dedicada a esta materia (Albisetti, 2018).

Sin embargo, la estrategia como disciplina académica, y su reflejo en la práctica en el gerenciamiento de negocios, es reciente y se encuentra en constante evolución. Sus raíces son diversas y se vinculan con disciplinas como la economía industrial, el marketing, las finanzas, la psicología, las ciencias del comportamiento, y la historia y táctica militar. Por lo tanto, no debe sorprender que inclusive hoy exista debate sobre sus principales conceptos y marco clave (Stonehouse & Snowdon, 2007).

Algunas de las definiciones más relevantes de estrategia son:

- De acuerdo con Chandler (1969), estrategia es la determinación de los objetivos y planes a largo plazo de la empresa, y la adopción de cursos de acción y asignación de recursos necesarios para alcanzar estos objetivos.
- Según Andrews (1971), la estrategia es el patrón de objetivos, propósitos o metas fundamentales y las políticas y planes esenciales para lograr estos objetivos, establecidos de tal manera que definan en qué negocio está o estará la empresa y el tipo de empresa que es o será.
- Para Porter (1980), la esencia de la estrategia competitiva radica en relacionar una empresa con su entorno. Aunque existen muchas posibles fuentes de ventaja competitiva, las estrategias diferentes, por definición, implican actividades diferentes para enfrentar la competencia. La esencia de la formulación de estrategias es relacionar una empresa con su entorno cambiante.
- Asimismo, Porter (1996) propone que estrategia es la creación de una posición única y valiosa, que involucra un conjunto diferente de actividades. La esencia de la estrategia es elegir realizar las actividades de manera diferente a como lo hacen los rivales.
- En opinión de Ohmae (1982), la estrategia es el arte de dar forma al futuro.
- Mintzberg (1978) manifiesta que la estrategia es un patrón en un flujo de decisiones.

De acuerdo con Stonehouse & Snowdon (2007), Michael Porter es uno de los padres de la gestión estratégica como disciplina académica. Su primer libro en la materia publicado en 1980, “Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors”, incorporó el rigor analítico de la microeconomía a la disciplina de estrategia e incrementó significativamente la conciencia sobre el tema tanto entre los académicos como entre la comunidad empresarial. A este libro lo siguió otro igualmente relevante, “Competitive Advantage”, publicado en 1985. Estos dos libros marcaron una revolución en el pensamiento sobre estrategia al desarrollar tres conceptos vinculados, las "cinco fuerzas", las "estrategias genéricas" y "cadena de valor" (Porter, 1980a, 1985a). Estos marcos pueden considerarse como los principales marcos analíticos del paradigma del posicionamiento competitivo y siguen siendo el núcleo de la mayoría de los cursos de estrategia de las escuelas de negocios hasta el día de hoy. En la sección 2.6.3 presentaremos el marco de las cinco fuerzas de Porter y las estrategias genéricas, para luego aplicarlos en el análisis de la transacción de adquisición de Activision Blizzard.

2.6.2 Misión, Visión y Valores

La estrategia corporativa debe ser descrita dentro del plan estratégico de una compañía, el cual debería contener al menos las siguientes declaraciones fundamentales:

- **Misión:** La misión de una compañía describe su propósito fundamental y busca responder a la pregunta: ¿Por qué la compañía existe? Define sus funciones, objetivos principales y su audiencia objetivo (Kotter and Heskett, 1992).
- **Visión:** La visión describe el estado futuro que una organización aspira alcanzar. Ofrece una imagen clara de los objetivos deseados a largo plazo y la dirección, guiando la toma de decisiones estratégicas y la planificación (Collins y Porras, 1994).
- **Valores:** Los valores representan las creencias y principios fundamentales que guían el comportamiento, las acciones y los procesos de toma de decisiones de una organización.

Definen la cultura organizacional, los estándares éticos y las expectativas para sus partes interesadas (Barrett, 1998).

2.6.3 Cinco fuerzas competitivas de Porter y estrategias genéricas

Según Porter (2014), la esencia de la formulación de una estrategia competitiva es relacionar una empresa con su ambiente, y más precisamente, la industria o industrias contra las que compite. La intensidad de la competencia en una industria depende de las cinco fuerzas competitivas que se ilustran en la Ilustración 2.

Este marco conceptual conocido como “Las cinco fuerzas competitivas de Porter”, permite a las compañías determinar tanto el grado de atractividad de la industria, relacionado con potencial de crecimiento y rendimiento a largo plazo sobre el capital invertido, como las ventajas o posicionamiento competitivos que tienen en la industria.

Las cinco fuerzas, que combinadas rigen la intensidad de la competencia y la rentabilidad en una industria, fueron definidas por Porter (2014) de la siguiente manera:

1. **Riesgo de aumento de participantes:** los nuevos participantes en una industria aportan más capacidad y el deseo de participación en el mercado. Esto hace que se reduzcan los precios o que incrementen los costos de las compañías establecidas. La cuantía de este riesgo dependerá de las barreras actuales de entrada y de la reacción previsible por parte de las empresas ya establecidas. Por lo tanto, el riesgo será bajo si las barreras son importantes o si las nuevas empresas esperan una gran represalia de los competidores bien consolidados.
 - Las barreras de entrada son seis: economías de escala, diferenciación de productos, necesidades de capital, acceso a los canales de distribución, desventajas de costos independientes de las economías de escala, política gubernamental.
2. **Intensidad de la rivalidad entre los competidores actuales:** la rivalidad entre los competidores adopta la forma de manipular para alcanzar una posición, recurriendo a tácticas como la competencia de precios, las guerras de publicidad y la introducción de productos. La rivalidad intensa proviene de varios factores estructurales que interactúan entre sí: competidores numerosos o con la misma fuerza, lento crecimiento de la industria, altos costos fijos o de almacenamiento, ausencia de diferenciación o costos cambiantes, competidores diversos, aumento de la capacidad en grandes incrementos, importantes intereses estratégicos, barreras sólidas de salida.
3. **Riesgo proveniente de los productos sustitutos:** todas las compañías de una industria compiten con las empresas que generan productos sustitutos, es decir, otros productos que realicen la misma función. Esto limita los rendimientos potenciales del sector porque colocan un tope en los precios que las empresas de la industria pueden cobrar.
4. **Poder de negociación de los compradores:** los compradores compiten con la industria cuando la obligan a reducir los precios, negocian una mejor calidad o más servicios y enfrentan a los rivales entre sí. El poder de los grupos importantes de compradores depende de numerosas características de su situación de mercado y del valor relativo de su compra en relación con la industria global. Un grupo de compradores será poderoso si, por ejemplo, está concentrado o compra grandes volúmenes en relación con las ventas del proveedor, o si los productos son estándar o indiferenciados.
5. **Poder de negociación de los proveedores:** los proveedores ejercerán poder de negociación sobre los participantes de la industria si amenazan con elevar los precios o disminuir la calidad de los bienes y servicios que ofrecen. De ese modo, puede reducir de manera drástica la rentabilidad en una industria incapaz de recuperar los incrementos de costos con sus precios. Un grupo de proveedores será poderoso por ejemplo si está dominado por pocas compañías y muestra mayor concentración que la industria a la que le vende.

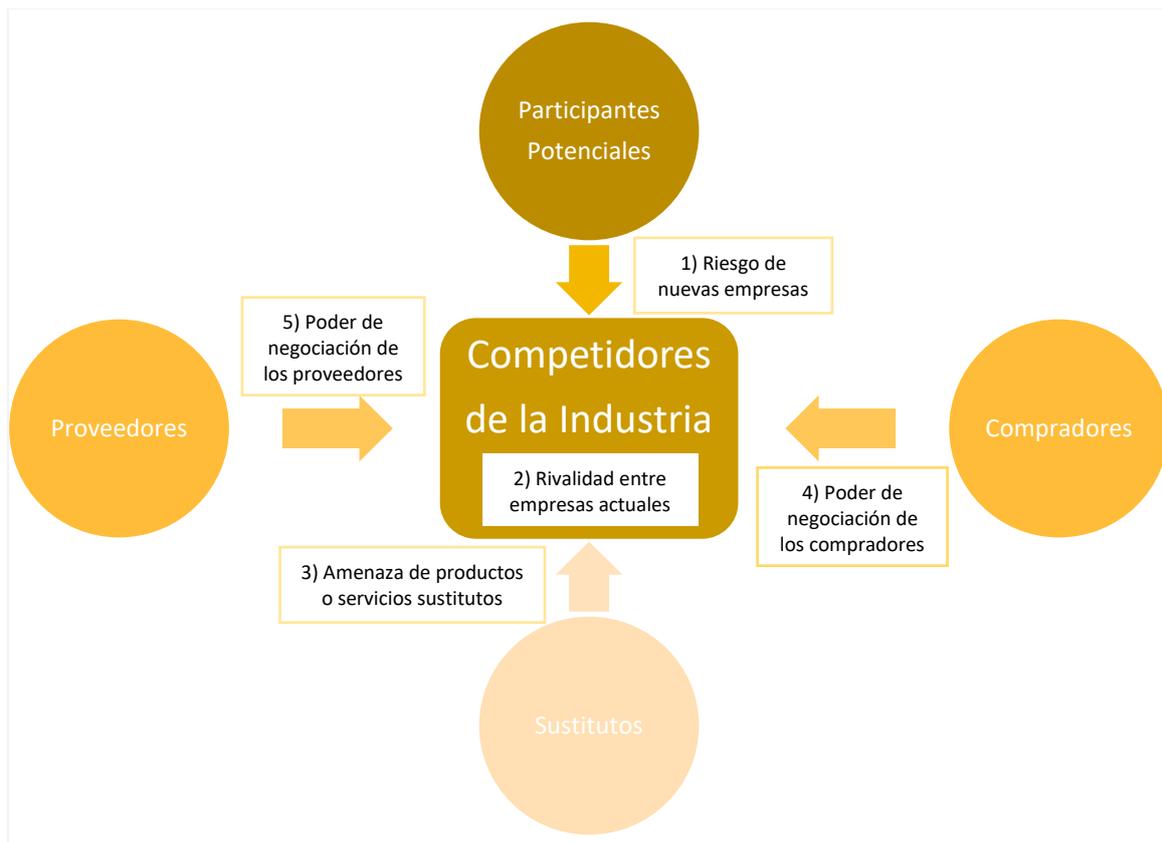


Ilustración 2: Fuerzas que impulsan la competencia en la industria (Cinco fuerzas de Porter)

Según Porter (2014), el potencial de una compañía de ser rentable se encuentra negativamente correlacionado con el incremento de la competencia, bajas barreras de entrada, elevada cantidad de productos sustitutos, y un elevado poder de negociación de clientes y proveedores. Sobre la base del análisis de estas cinco fuerzas, Porter sostiene que una empresa puede implementar tres tipos de estrategias genéricas de gran eficacia para superar a los rivales en la industria y desarrollar una ventaja competitiva:

- Liderazgo global de costos: esta estrategia requiere que la compañía se convierta en la productora de un producto o servicio de más bajo costo, de tal manera que los retornos obtenidos se encuentren por encima de la media inclusive cuando el precio sea menor a la media de mercado.
- Diferenciación: una estrategia de diferenciación implica lograr que el cliente perciba que el producto o servicio ofrecido es superior al que ofrece la competencia, en base a marca, calidad y performance, de tal manera que se pueda exigir un premium sobre el precio promedio de mercado.
- Enfoque o concentración: una estrategia de enfoque requiere la implementación de o bien una estrategia de diferenciación o bien una estrategia de liderazgo en costos, en un nicho de mercado.

De acuerdo con Stonehouse & Snowdon (2007), el éxito de una estrategia genérica para generar una ventaja competitiva depende de garantizar que la cadena de valor de la empresa apoye exitosamente su estrategia genérica, agregando mayor valor a sus productos y servicios que sus competidores. La cadena de valor incluye todas aquellas actividades que contribuyen al valor final del producto o servicio de una organización.

2.6.4 Análisis FODA (SWOT)

El proceso de planificación estratégica de una empresa se fundamenta en la voluntad de la gerencia en establecer un conjunto de metas prioritarias que la organización debe comprometerse a cumplir. Una herramienta de análisis del posicionamiento competitivo es la matriz de Fortalezas, Oportunidades, Debilidades y Amenazas (FODA) o SWOT en inglés (Strengths, Weaknesses,

Opportunities, Threats), la cual fue desarrollada por Igor Ansoff en su obra *Corporate Strategy* (1965). Esta matriz, cuya estructura se observa en la Ilustración 3, permite identificar los factores internos (Fortalezas y Debilidades) y externos (Oportunidades y Amenazas) que influyen en la estrategia de una empresa.

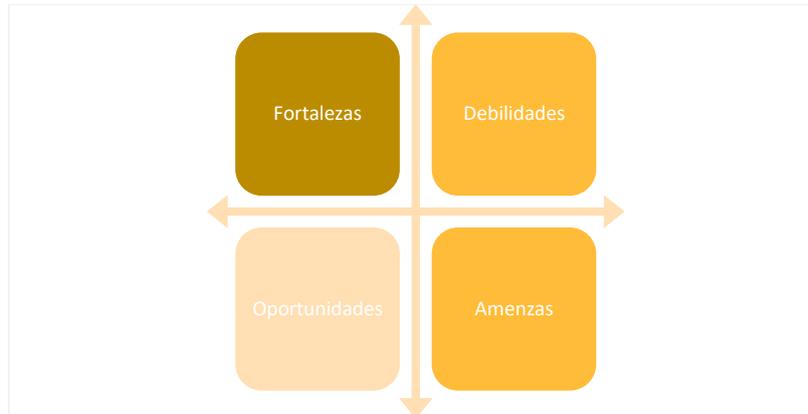


Ilustración 3: Matriz FODA

Esta herramienta metodológica permite entender cuáles son las fortalezas y debilidades de la empresa, por medio de un autodiagnóstico con la gerencia, que permite identificar las áreas en las que se debe intervenir y las acciones donde es necesario concentrar esfuerzos.

De acuerdo con Albisetti (2018), la ventaja competitiva de una empresa se basa en tres elementos principales:

- Su capacidad de generar utilidades al valor que el mercado reconoce a su producto.
- La dificultad de sus competidores en imitar el producto.
- La capacidad de mantener una propuesta de valor alta y diferenciada en el tiempo.

Utilizando el análisis FODA los ejecutivos de una empresa definen de forma consensuada la estrategia de cada negocio, alineada con la estrategia corporativa, el plan de acciones prioritarias y los recursos necesarios para ejecutar la estrategia y alcanzar las metas.

Para ello, en primer lugar, se identifican las fortalezas y debilidades internas y en el entorno local. El paso siguiente es identificar las compañías que ofrecen un producto o servicio similar. Conocer el comportamiento de la competencia ayuda a entender cuál es el valor que el cliente percibe. Luego comienza la etapa de planificación, donde el equipo gerencial identifica las oportunidades y amenazas del entorno externo que están afectando el desempeño de la empresa o pudieran afectarla en el futuro.

2.6.5 Agenda estratégica de crecimiento

De acuerdo con Hecquet & De San Pablo (2022), la agenda estratégica de las empresas se vincula siempre con la formulación y gestión de oportunidades/necesidades de crecimiento del negocio, ya sea orgánico como inorgánico, sobre bases rentables. Asimismo, cabe destacar que su formulación involucra las decisiones de la Alta Dirección que cambiarán el curso de sus negocios en los siguientes 3 a más años.

2.6.5.1 Diferencia entre crecimiento orgánico e inorgánico

De acuerdo con Rodero (2019), el crecimiento de una empresa ya sea de mercado, productos o nuevas capacidades, puede impulsarse de dos modos:

- De forma orgánica, cuando el crecimiento se impulsa desde dentro de la compañía, con recursos netamente internos. Es difícil encontrar empresas de gran tamaño, como Microsoft Corporation, que hayan logrado todo su crecimiento de esta forma.
- De forma inorgánica, cuando el crecimiento se lleva adelante mediante la estrategia de adquisiciones o fusiones. La adquisición por parte de Microsoft Corporation de Activision Blizzard que analizamos en este trabajo constituye un ejemplo de este tipo de estrategias corporativas. Asimismo, en la sección 3.2.1.1 describimos las principales adquisiciones realizadas por Microsoft en relación con la división de Microsoft Gaming.

En la Ilustración 4, se observa la relación entre la etapa del ciclo de vida de una compañía con la estrategia de crecimiento principal. Para Microsoft Gaming, como describiremos en la sección 3.2.1.1, y evidenciado por la magnitud de la adquisición de Activision Blizzard, el crecimiento aportado por su agresiva estrategia de M&A es claro.

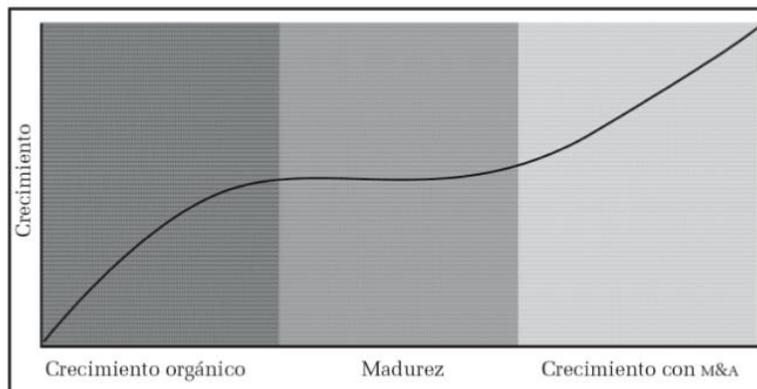


Ilustración 4: Crecimiento vs Ciclo de vida. (Fuente: Albisetti (2018))

2.6.6 Racional estratégico

Entender las motivaciones estratégicas de una transacción de fusiones o adquisiciones es crítico para maximizar el valor capturado. De acuerdo con Salsberg and Krusch (2019), las compañías exitosas responden las siguientes preguntas para realizar un proceso de diligencia más informado y maximizar el valor de una transacción de M&A:

- ¿Por qué adquirimos esta empresa o activo?
- ¿Cuáles son los impulsores clave de crecimiento?
- ¿Cuáles son los activos y operaciones críticos que necesitamos proteger y hacer crecer?
¿Somos el mejor —o al menos un mejor— propietario para el activo?
- ¿Es el potencial de creación de valor lo suficientemente grande como para justificar la inversión humana y de capital necesaria para tener éxito?
- ¿Cuáles son los riesgos operativos más significativos que es probable que enfrentemos, tanto en el curso normal de los negocios como durante la integración?
- ¿La cultura de la empresa objetivo encaja con la nuestra?
- ¿Cuál es la gobernanza y asignación de recursos adecuada para ayudar a ejecutar con éxito la transacción?

En la Ilustración 5 se presentan cuatro tipos de transacciones clasificados según tipos de racional estratégico, incluyendo algunas características distintivas. Cada tipo de transacción se describirá en mayor profundidad en las próximas secciones.



Ilustración 5: Tipos de transacciones según el racional estratégico

2.6.6.1 Transacción de crecimiento estratégico/desarrollo de portafolio o *strategic growth deal*

Según Salsberg and Krusch (2019), en transacciones de crecimiento estratégico, el comprador utiliza la adquisición como un medio para ingresar a un área o mercado adyacente, con la intención de aprovechar el crecimiento en esa área o bien adquirir un activo que no puede construir por sí mismo lo suficientemente rápido para aprovechar la oportunidad de mercado. Ejemplos de este tipo de acuerdos son la adquisición de Whole Foods por parte de Amazon para acelerar su ingreso en el rubro de supermercados, o la compra de LinkedIn por parte de Microsoft para incorporar la red social centrada en los negocios, sus datos y tecnología e integrarla con plataformas como Microsoft Office.

- Prioridades en el proceso de diligencia: identificar y proteger los activos más valiosos y las áreas operativas que podrían generar las mayores sinergias. Para ello, es esencial que realicen una diligencia comercial detallada con el objeto de comprender la posición competitiva de la empresa objetivo y su capacidad para defender su posición en el mercado.
- Consideraciones sobre el proceso de integración: Dado que la motivación detrás de transacciones de crecimiento estratégico es incrementar las ventas, integrar agresivamente en períodos cortos de tiempo puede sobrecargar excesivamente a la dirección y los empleados de la empresa adquirida, corriendo el riesgo de generar una fuga de talentos y por lo tanto disminuyendo el valor generado por la transacción. Por lo tanto, generalmente las unidades de negocios críticas se mantienen independientes por los primeros dos o tres años, para que el comprador pueda comprender y evaluar mejor los drivers de valor.

2.6.6.2 Transacción de escala/consolidación o *scale deal*

Salsberg and Krusch (2019) sostienen que las transacciones de escala o consolidación son exactamente lo opuestos a las de crecimiento estratégico. En este tipo de operaciones la creación de valor generalmente proviene de sinergias, ya sea de costos, ventas o reducción de capital invertido, esencialmente buscando escalar y aprovechar la misma infraestructura, capacidades de fabricación o estrategias de mercado para mejorar la rentabilidad y, hasta cierto punto, la participación de mercado. Ejemplos incluyen la fusión de T-Mobile con Sprint en el área de telecomunicaciones, o la adquisición de Monsanto por parte de Bayer en la industria de los agroquímicos.

Volviendo a las estrategias genéricas propuestas por Porter y descritas en la sección 2.6.3, este tipo de transacciones se alinean con la estrategia genérica de liderazgo de costos.

Cabe señalar que las transacciones de consolidación pueden presentar desafíos considerables, debido por ejemplo al tiempo y la complejidad para capturar las significativas sinergias objetivo, las diferencias culturales y el mayor escrutinio antimonopolio.

- Prioridades en el proceso de diligencia: debido a que el foco en la captura de valor para este tipo de transacciones está en las sinergias, la identificación, modelado y valuación de estas es el aspecto más crítico del proceso de diligencia.
- Las consideraciones clave sobre el proceso de integración son:
 - Considerando que gran parte del valor de la operación provendrá de las sinergias, los equipos de integración deben tener una comprensión y dimensionamiento claro de los principales drivers de generación de ingresos y costos tanto pre como post transacción.
 - Es clave lograr capturar las sinergias de manera temprana en un proceso de integración bien planificado. Como regla general, se debe apuntar a capturar entre el 60% y 70% dentro de los 12 meses posteriores al cierre.
 - Se deben capturar rápidamente las sinergias asociadas a la eliminación de entidades legales redundantes y obsoletas y minimización costos y riesgos.
 - Existen riesgos a tener presentes en este tipo de transacciones, incluyendo el de pérdida de clientes críticos ante competidores.

2.6.6.3 Transacción de transformación o *transformational deal*

Como indican Salsberg and Krusch (2019), las transacciones de transformación son las menos frecuentes y más desafiantes. En este caso, el objetivo del comprador es crear una nueva propuesta de valor, incorporar nuevas capacidades y generar una disrupción en la industria. Un ejemplo claro es la

adquisición de Android por parte de Google en 2005, la cual le permitió a Google competir exitosamente en el mercado de smartphones.

- Prioridades en el proceso de diligencia: este tipo de transacciones requieren procesos de diligencia meticolosos, especialmente cuando el comprador tiene poca o nula experiencia en el negocio de la empresa a adquirir.
- Las consideraciones clave sobre el proceso de integración son:
 - Un proceso de integración en este tipo de transacciones suele demorar tres o más años.
 - La prioridad debe ser capturar las sinergias de costos en el corto plazo, tanto en la empresa objetivo como en la compradora, teniendo presente que el proceso de realización de las sinergias de ingresos es de largo plazo.
 - La comunicación es vital. Comprar un negocio que se encuentra fuera de las competencias del adquirente requiere una visión estratégica a largo plazo que debe ser comprendida por empleados, inversores, clientes y socios comerciales.
 - La creación de valor se sustentará en la estabilidad y el crecimiento del negocio, por lo que el equipo de integración debe pensar más allá del proceso de adquisición y desarrollar un profundo entendimiento del negocio. Esto implica identificar cuáles son los activos más valiosos, las fuentes de beneficios y la competencia.

2.6.6.4 Transacción de incorporación o *tuck-in deal*

Salsberg and Krusch (2019) destacan que las transacciones de incorporación o *tuck-in* son típicamente adquisiciones de menor magnitud de empresas en la misma industria *core* del comprador. Un ejemplo claro es la adquisición de Pixar, Marvel y Lucasfilm LTD por parte de Disney.

- Prioridades en el proceso de diligencia: las prioridades en el proceso de diligencia son similares a las de transacciones transformacionales. Sin embargo, considerando que estos son típicamente de menor magnitud, la diligencia operativa toma mayor relevancia. El foco debe estar en validar los drivers de la transacción (calidad de ingresos, retención o pérdida de clientes, niveles recurrentes de EBITDA, costos fijos vs variables), identificar pasivos y establecer mecanismos de protección contra estos y determinar qué áreas requerirán inversiones después del cierre de la transacción.
- Consideraciones sobre el proceso de integración: en este tipo de transacciones es fundamental la participación e involucramiento temprano de los líderes de las unidades de negocio de comprador con las de la empresa objetivo, dado que estos acuerdos típicamente culminan en una integración completa.

2.6.7 Herramientas de estrategia corporativa: Matrices de Ansoff, Boston Consulting Group (BCG) y McKinsey

Desarrollaremos en esta sección tres herramientas de estrategia corporativa clásicas, que luego utilizaremos para analizar la transacción de adquisición de Activision Blizzard por parte de Microsoft. Según Rodero (2019), estas pueden ser de gran utilidad para tomar decisiones de permanecer o salir de un mercado, así como de implementar una estrategia más activa, neutra, o de salida en los mismos.

2.6.7.1 Matriz de Ansoff: Matriz de Crecimiento/Participación

La Matriz de Ansoff, también conocida como Matriz de Crecimiento/Participación, fue desarrollada por Igor Ansoff en su libro “Corporate Strategy” (1965).

Esta herramienta proporciona un marco para identificar y evaluar las opciones de crecimiento de una empresa a partir de dos dimensiones: productos y mercados. Para cada dimensión distingue entre lo actual y lo que podría ser nuevo. Luego, a partir de estas variables, presenta cuatro posibles estrategias: penetración de mercado, desarrollo de mercado, desarrollo de productos y diversificación. En la Ilustración 6, se ilustra conceptualmente la matriz:



Ilustración 6: Matriz de Crecimiento/Participación de Ansoff

Las estrategias posibles en base a esta herramienta son:

1. **Penetración de mercado:** si se decide enfocar la estrategia de crecimiento en incrementar la cuota de mercado en los mercados en que la compañía opera con los productos existentes, se trata de una estrategia de penetración de mercado, estrategia competitiva pura.
2. **Desarrollo de mercado:** en ocasiones la estrategia de penetración de mercado no tiene recorrido, dado que no hay oportunidades de crecimiento en los mercados en que la empresa opera con los productos existentes. Algunas razones podrían ser que el mercado está dejando de ser atractivo o bien porque la compañía no tiene una posición de liderazgo clara y por lo tanto incrementar la cuota de mercado sería difícil. En este caso, se podría optar por ir a nuevos mercados ofreciendo los productos existentes, es decir, una estrategia de desarrollo de mercados.
3. **Desarrollo de productos:** siguiendo la lógica descrita anteriormente, en ocasiones en que la estrategia de penetración no sea viable, una alternativa es continuar en el mismo mercado, pero aumentando la oferta de productos. Esta estrategia, según la matriz de Ansoff, se denomina desarrollo de productos.
4. **Diversificación:** esta estrategia de crecimiento consiste en ingresar a nuevos mercados con una oferta de productos nueva. De las cuatro estrategias, esta es la más arriesgada.

2.6.7.2 Matriz de GE-McKinsey

La matriz de GE-McKinsey, también conocida como matriz de nueve cuadrantes de McKinsey, es un marco estratégico desarrollado por la consultora de estrategia McKinsey & Company a principios de la década de 1970.

Esta herramienta proporciona un enfoque sistemático para que las corporaciones descentralizadas con múltiples unidades de negocios prioricen sus inversiones. En lugar de tomar decisiones basadas en las proyecciones de cada unidad de negocio, la compañía puede tomar decisiones de inversión informadas evaluando y clasificando cada negocio en función de dos dimensiones críticas: la atractividad del mercado y el nivel de ventaja competitiva de la unidad de negocio en cuestión dentro de dicho mercado.

- Un negocio tendrá ventaja competitiva si cuenta con fortalezas que le permiten ofertar al mercado productos/servicios valorados por el cliente.
- El grado de atractividad del mercado/sector representa hasta qué punto se trata de una industria en la que vale la pena estar, ya sea porque la rentabilidad es alta o porque se espera que continúe creciendo la demanda.

En la Ilustración 7 se puede observar gráficamente la matriz.

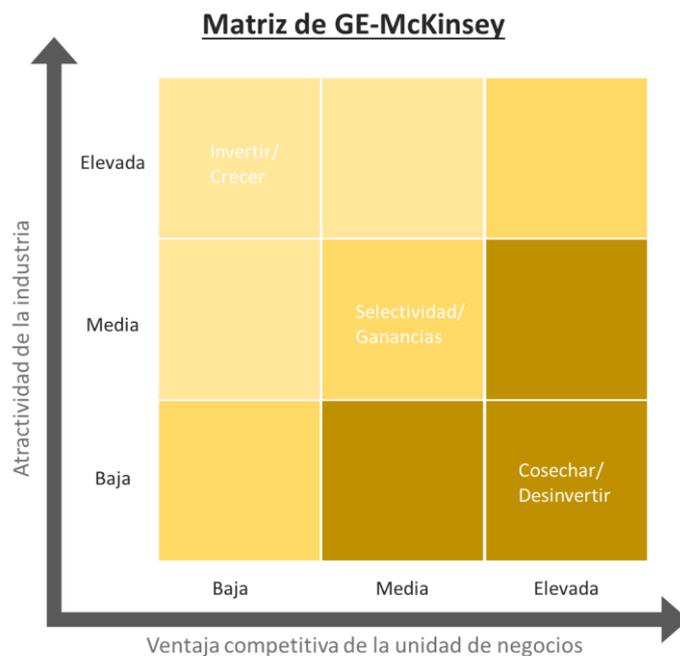


Ilustración 7: Matriz de McKinsey

La ubicación de las unidades de negocio dentro de la matriz proporciona un mapa analítico para gestionarlas. Para aquellas que se encuentren por encima de la diagonal, la corporación puede implementar estrategias de inversión y crecimiento, por ejemplo, invirtiendo en investigación y desarrollo para impulsar el crecimiento orgánico, o crecer inorgánicamente mediante estrategias de fusión y adquisiciones. Por otro lado, aquellas dentro de la diagonal pueden ser candidatas a inversiones selectivas. Finalmente, para aquellas que se posicionen por debajo de la diagonal la compañía debería considerar venderlas, liquidarlas o gestionarlas únicamente para generar efectivo.

De esta manera, clasificar todas las unidades de negocio que componen una corporación en estas tres categorías es un punto de partida esencial para un análisis de asignación estratégica de recursos, pero luego es necesario un análisis más detallado para tomar decisiones efectivas. Por ejemplo, una unidad de negocios sólida en una industria débil se encuentra en una situación muy distinta a una unidad de negocio débil en una industria altamente atractiva.

2.6.7.3 Matriz de Boston Consulting Group (BCG)

La matriz de BCG, también denominada *The Growth Share Matrix*, analiza los productos, familia de productos o inclusive unidades de negocio de una compañía en base a dos dimensiones: su cuota de mercado y las expectativas de crecimiento dentro dicho mercado.

De acuerdo con Henderson (1970), para ser exitosa, una corporación debe contar con un portafolio de productos con diferentes tasas de crecimiento y diferentes cuotas de mercado. La composición del portafolio es una función del balance entre flujos de efectivo. Productos con altas tasas de crecimiento requieren inversión de efectivo para expandirse, mientras que los productos con bajas tasas de crecimiento deberían generar ese excedente de efectivo necesario. Por lo tanto, ambos tipos de productos son necesarios simultáneamente para equilibrar el portafolio.

Henderson (1970) asimismo propone que existen cuatro reglas que determinan el flujo de efectivo de un producto:

- El margen y efectivo generado son función de la cuota de mercado. Márgenes elevados y cuotas de mercado elevadas van de la mano.
- El crecimiento se financia con la inversión de flujos de efectivo en activos adicionales. La inversión adicional requerida para mantener la participación de mercado es función de las tasas de crecimiento.
- Una elevada participación de mercado o *market share* debe ser ganada o comprada. Comprar participación de mercado requiere un incremento adicional en el volumen de inversiones.

- Ningún mercado de productos puede crecer indefinidamente. El retorno del crecimiento debe llegar cuando este disminuye, o nunca llegará. El retorno es efectivo que no puede reinvertirse en ese producto.

En base a este marco conceptual, Henderson (1970) clasifica los productos en cuatro categorías, como se observa en la Ilustración 8.

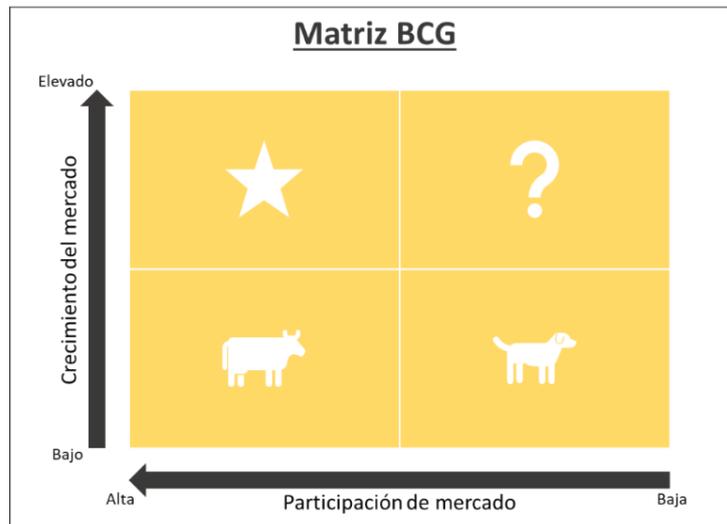


Ilustración 8: Matriz de BCG

- Vacas lecheras o “*cash cows*”: productos con elevada cuota de mercado y crecimiento bajo son denominados “vacas lecheras”. Típicamente, generan grandes cantidades de efectivo en exceso a la reinversión necesaria para mantener su participación. Ese excedente no debería reinvertirse en estos productos. De hecho, si la tasa de retorno supera la tasa de crecimiento, el efectivo no puede reinvertirse indefinidamente sin reducir el retorno.
- Perros o “*pets*”: productos con baja participación de mercado y crecimiento bajo son denominados “perros”. Puede que a nivel contable generen ganancia, pero esta debe reinvertirse para mantener la cuota de mercado, por lo tanto, no generan flujo de efectivo neto. Estos productos no tienen valor, consecuentemente, se recomienda liquidarlos.
 - Todos los productos eventualmente se convierten o bien en vacas lecheras o bien en perros. El valor de un producto depende de obtener una posición de liderazgo en la participación de mercado antes de que el crecimiento se desacelere.
- Signos de pregunta o “*question marks*”: productos con baja cuota de mercado, pero elevado crecimiento, son denominados “signos de pregunta”. Casi siempre requieren mucho más efectivo del que pueden generar. Incluso cuando la inversión requerida es realizada, si no logran consolidar una posición de liderazgo en el mercado, eventualmente se transforman en “perros” cuando el crecimiento desacelera. Por el contrario, si lo logran, se pueden transformar en “estrellas”.
- Estrellas o “*stars*”: productos con elevada participación de mercado y alto crecimiento son denominados “estrellas”. Casi siempre generan beneficios contables, pero pueden o no generar flujo de efectivo neto. Si sostiene su posición de liderazgo, se convertirá en un generador de efectivo cuando el crecimiento desacelere. Por lo tanto, eventualmente se convierten en “vacas lecheras”, proporcionando elevados márgenes, estabilidad, y flujos de efectivo para reinvertir en otros productos.

En concreto, cada compañía necesita un portafolio de negocios balanceado, compuesto por productos que generen flujo de efectivo y productos donde invertir ese excedente. En la Ilustración 9 se representan dos secuencias, una basada en una estrategia de crecimiento exitosa, y otra basada en una desastrosa. Cabe señalar que en la ilustración el signo \$ hace referencia al flujo de los fondos invertidos, mientras que la flecha sin signo referencia la evolución de los productos entre categorías.

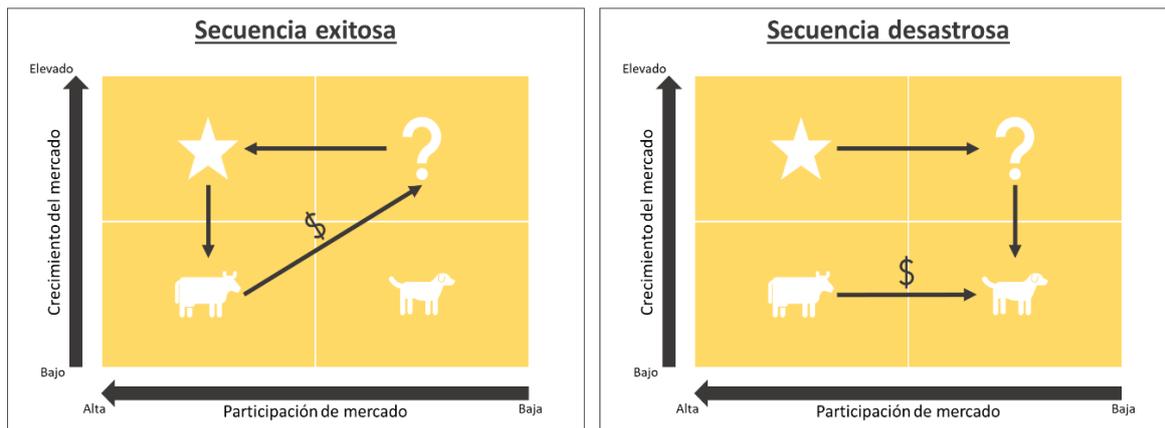


Ilustración 9: Estrategias de crecimiento

A modo de conclusión, un portafolio de productos balanceado debe estar compuesto de la siguiente manera (secuencia exitosa):

- “Estrellas” cuya elevada participación de mercado y tasas de crecimiento aseguren el futuro.
- “Vacacas lecheras” que suministren fondos para ese crecimiento futuro.
- “Signos de pregunta” para convertir en estrellas a partir de los fondos invertidos.
- Los “perros” no son necesarios. Son la evidencia del fracaso en obtener una posición de liderazgo durante la fase de crecimiento del ciclo de vida de un producto. Deben ser liquidados.

2.6.8 Conclusión

El campo de estudio de la estrategia ha sido ampliamente investigado y ha generado una vasta literatura académica a lo largo de los años. Los estudios en este campo han explorado una variedad de temas relacionados con la formulación, implementación y evaluación de estrategias empresariales. A lo largo de esta sección hemos presentado algunos estudios destacados y herramientas prácticas desarrolladas que utilizaremos en la sección 5.3 para analizar las posibles motivaciones estratégicas de Microsoft para adquirir Activision Blizzard.

2.7 Motivaciones financieras

De acuerdo con Mascareñas Pérez-Íñigo (2019), las razones para realizar una fusión o adquisición serán acertadas desde un punto de vista económico dependiendo de si cumplen o no con el principal objetivo de toda decisión empresarial: la máxima creación de valor posible para las partes interesadas o *stakeholders*.

En efecto, en su libro sobre creación de valor para el accionista, Rappaport (1998) manifiesta que, para prosperar y mantenerse relevantes en su mercado, las empresas necesitan competir eficazmente y satisfacer a todas las partes interesadas. Esta perspectiva sostiene que el futuro a largo plazo de cualquier compañía está intrínsecamente ligado a su capacidad para mantener una relación financiera saludable con quienes tienen algún interés en ella. Esto incluye a sus empleados, quienes buscan salarios justos y beneficios atractivos; a clientes, que exigen productos y servicios de calidad a precios competitivos; y a proveedores y tenedores de bonos, que esperan el pago oportuno de sus obligaciones financieras. Para cumplir con estas expectativas, la dirección debe ser capaz de generar un *cash flow* adecuado mediante la gestión eficiente de las operaciones. Este foco en el flujo de caja a largo plazo es fundamental para la creación de valor para los accionistas. De esta manera, una empresa que genera valor no solo beneficia a sus accionistas, sino a todos sus *stakeholders*. Por el contrario, cuando la dirección fracasa en crear valor para los accionistas, todas las partes interesadas resultan perjudicadas.

Por lo tanto, el objetivo perseguido al realizar una fusión o adquisición será la creación del máximo valor posible, respetando las leyes vigentes y las normas éticas. En consecuencia, la decisión de avanzar con una operación de esta naturaleza debería tomarse únicamente cuando haya expectativas de aumentar el valor global de las empresas involucradas.

Para ilustrar este concepto, partiremos de la hipótesis de que el mercado de valores es “eficiente” en los términos definidos por Malkiel & Fama (1970), es decir, que el precio de los activos refleja toda la información disponible. Ahora supongamos que las acciones de una empresa X cotizan a \$10 previo a conocerse un anuncio de adquisición por parte de X a la compañía Y, y suben a \$13 tras anunciarse la adquisición. Esto nos permitiría concluir que los accionistas de X son más ricos que antes del anuncio, y por lo tanto la decisión ha creado valor para ellos dado que el mercado reaccionó positivamente a la transacción. Si, por el contrario, el precio de la acción de X hubiera caído hasta \$7, significa que el mercado considera un error para los accionistas de X la operación y los accionistas serán, instantes después del anuncio, más pobres que antes.

Cabe señalar que, en ocasiones, la reacción inicial del mercado puede ser negativa y, sin embargo, al pasar los años la operación demuestra haber sido exitosa, y viceversa. Es decir, puede que la estrategia sea correcta, dado que agrega valor económico, pero que el mercado no lo “pricee” correctamente, tratándose de una ineficiencia de mercado que contradice la hipótesis de mercados eficientes descrita en el párrafo anterior.

2.7.1 Creación de valor. Valor actual neto (VAN)

Dado que hemos establecido que la motivación económica detrás de una fusión o adquisición es la creación de valor, una metodología adecuada para analizarla es la de DCF (*Discounted Cash Flow* por sus siglas en inglés).

De esa manera, la decisión de llevar adelante una fusión o adquisición de una empresa será acertada desde el punto de vista económico/financiero si el precio de compra es inferior al valor actual de los flujos de caja que se espera que produzca después de la transacción. Hay creación de valor cuando la fusión de dos empresas crea un valor superior al que cada una generaba cuando operaba individualmente.

Esta creación de valor que genera que el valor de la compañía consolidada sea superior al de la suma de las partes se debe a que el Valor Actual Neto (VAN) de las sinergias creadas a partir de la operación supera al de la suma de la prima de adquisición, dissinergias, costos de la operación y el valor perdido en el proceso de fusión o adquisición, como se observa en la Ilustración 10.

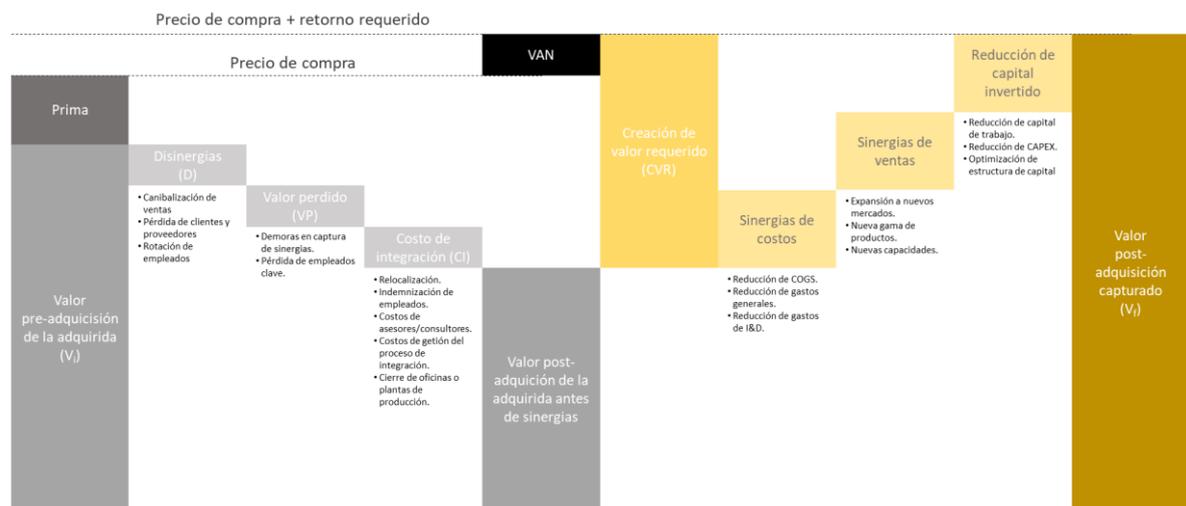


Ilustración 10: Creación de valor en una operación de M&A

A continuación, definimos los términos involucrados en el cálculo de VAN, los cuales se encuentran ilustrados en la Ilustración 10:

$$VAN = V_f - P_C$$

$$P_C = V_i + Prima$$

$$V_f = V_i - D - VP - CI + CVR$$

$$VAN = CVR - D - VP - CI - Prima$$

, donde:

- VAN: Valor Actual Neto, es decir, valor creado en la operación de M&A para el comprador.
- V_f : Valor post-adquisición capturado.
- P_C : Precio de compra de la empresa objetivo.
- V_i : Valor pre-adquisición de la empresa objetivo.
- *Prima*: sobreprecio pagado por encima del valor pre-adquisición de la empresa objetivo. Por ejemplo: prima de control cuando se adquiere una participación mayoritaria que otorgue control sobre la compañía.
- *D*: Disinergias.
- *VP*: Valor perdido.
- *CI*: Costo de integración.
- *CVR*: Creación de valor requerida.

En resumen, de acuerdo con Albisetti (2018), las sinergias constituyen una justificación económica fundamental para cualquier transacción de M&A, dado que se enfocan en la creación de valor post-adquisición. Por lo tanto, estudiarlas y valuarlas es un aspecto crítico del proceso de toma de decisión de una adquisición. En términos generales, podemos agrupar drivers de creación de valor en las siguientes categorías:

- Sinergias de costos: reducción de costos recurrentes. Por ejemplo: optimización de la estructura de recursos humanos, reducción de costos de investigación y desarrollo por consolidación, integración de instalaciones de manufactura, consolidado de operaciones para eliminar actividades y/o sectores duplicados, acceso a nuevos proveedores.
- Sinergias de ventas: incremento de ventas debido a nuevas capacidades, expansión a nuevos mercados o de gama de productos, incorporación de nuevos canales de distribución, mejora de productos.
- Reducción de capital invertido: reducción en inversiones y capital de trabajo debido al apalancamiento de los activos y capacidades combinados.

Hay que recordar que como consecuencia de la transacción también hay causantes de destrucción de valor para el comprador que deben ser tenidos en cuenta en la valuación, por ejemplo:

- Prima de adquisición: excedente pagado por encima del precio de mercado, el cual puede ser justificado por distintos factores, entre ellos el valor por hacerse del control de la compañía adquirida (prima de control).
- Disinergias: costos incrementales recurrentes como resultado de la integración, pérdida de clientes y proveedores, rotación de empleados, entre otros.
- Valor perdido: demoras en la captura de sinergias, pérdida de empleados clave.
- Costo de integración: relocalización, indemnizaciones a empleados, costo de asesores/consultores.

2.7.2 Valuación intrínseca (DCF)

En el modelo de valuación intrínseca, determinaremos el valor del activo en base a sus características intrínsecas. La herramienta más utilizada en esta metodología de valuación es el DCF (*discounted cash flows*), la cual como su nombre lo indica, consiste en determinar el valor de un activo descontando al presente los flujos de fondos futuros que se espera que el activo generará utilizando una tasa de descuento que refleje el riesgo de los cash flows. Es decir, el valor del activo se determina en base a sus cash flows esperados (flujos de fondo) y riesgos.

De acuerdo con Damodaran (2012), a partir de este concepto podemos establecer tres proposiciones básicas:

- Aquello que no afecte los cash flows o altere el riesgo, no afecta la valuación.
- Para que un activo tenga valor, los cash flows esperados tienen que ser positivos en algún momento de la vida del activo.
- Aquellos activos que generan cash flows al principio de su vida útil tendrán más valor que aquellos que lo generan más adelante; sin embargo, estos últimos pueden tener un mayor crecimiento para compensar.

Existen dos alternativas a la hora de determinar el valor de una compañía. Una es calcular el valor del equity y la otra es calcular el valor de la firma o *Enterprise Value* (EV):

1. **Valor del equity:** se valúa directamente el equity descontando los flujos de fondos libres luego del pago de la deuda, denominados FCFE (*free cash flows to equity*). La tasa de descuento a utilizar en este caso es el costo del equity (r_e).
 - FCFE: cash flows generados por el activo luego del pago de todos los gastos, impuestos y deuda.
 - Costo del equity (r_e): esta es la tasa de retorno requerida por los accionistas. La misma incorporará un premium por sobre la tasa libre de riesgo para compensar el riesgo del equity.
2. **Valor de la firma (EV):** se valúa el negocio completo, descontando los flujos de fondos libres antes del pago de la deuda, denominados FCFF (*free cash flows to the firm*). La tasa de descuento a utilizar en este caso es denominada promedio ponderado del costo de capital o WACC (*weighted average cost of capital*). Cabe señalar que substrayendo del valor de la firma el valor neto de la deuda podemos obtener el valor del equity.
 - FCFF: cash flow generado por el activo tanto para los accionistas como para los tenedores de deuda. Por lo tanto, es el cash flow luego del pago de gastos e impuestos, pero antes del pago de la deuda.
 - WACC o costo del capital: promedio ponderado del costo del equity y el costo del endeudamiento después de impuestos.

En nuestro análisis utilizaremos el segundo enfoque y calcularemos el valor de la firma (EV). Para realizar esta valuación necesitaremos calcular los siguientes inputs claves: flujos de fondos existente, tasa de crecimiento de dichos flujos de fondos, costo de capital y valor terminal. Estos son los pasos a seguir para aplicar este método de valuación de acuerdo con Damodaran (2012):

1. Determinar la tasa o tasas de descuento a utilizar en la valuación
2. Estimar las ganancias y los flujos de fondos libres para la firma (FCFF) actuales
3. Estimar las ganancias y FCFF futuros
4. Estimar cuándo la firma alcanzará un crecimiento de cash flows estable
5. Valorar el activo en base al método apropiado (Valor del Equity o EV)

En las próximas secciones se explica cada paso en detalle.

2.7.2.1 Determinar la tasa o tasas de descuento a utilizar en la valuación

En nuestro caso la tasa de descuento a utilizar en la valuación es la WACC, dado que buscamos determinar el valor de la firma (EV). Cabe señalar que la tasa de descuento puede ser constante o variar en el tiempo. En este ejercicio de valuación consideraremos una WACC constante.

$$WACC = \% \text{ Equity} \times \text{Costo equity } (r_e) + \% \text{ Deuda} \times \text{Costo deuda } (r_d) \times (1 - t)$$

Cabe señalar que los valores de equity y deuda para determinar su ponderación en la estructura de capital (% Equity y % Deuda) son valores de mercado.

- Para determinar el valor de mercado del equity utilizaremos la capitalización de mercado de la compañía (*market cap*).
- Para determinar el valor de mercado de la deuda utilizaremos como proxy el valor de libros de la deuda, reconociendo que es una aproximación.

2.7.2.1.1 Costo del equity (r_e)

Para calcular el costo del equity (r_e) utilizaremos el modelo CAPM (Capital Asset Pricing Model). Este modelo financiero establece una relación lineal entre el retorno esperado de una inversión y su riesgo sistemático. La fórmula CAPM utilizada para calcular el costo del equity es la siguiente:

$$r_e = r_f + \beta_L \times ERP$$

, donde:

r_f : tasa libre de riesgo (*risk free rate*). Tiene que ser libre de riesgo de default, en la misma moneda que los cash flows y definida en los mismos términos (real o nominal) que los cash flows. Para una empresa basada en Estados Unidos, como es el caso de Activision Blizzard, habitualmente se utiliza la yield del bono del tesoro americano a 10 años.

β : la beta de un activo mide la sensibilidad de sus retornos en relación con los retornos del portafolio de mercado, representando el riesgo sistemático del activo. Para el cálculo de la WACC, utilizaremos la beta levered (β_L) o equity beta, la cual incorpora el impacto de la estructura de capital objetivo de la compañía bajo análisis.

Siguiendo la metodología propuesta por Damodaran (2002), para determinar la beta levered ajustada por la estructura de capital objetivo, partiremos de la beta unlevered (β_{UL}) corregida por cash ($\beta_{UL\ cash-adj}$), que mide el riesgo de mercado del activo sin considerar el impacto de la deuda y del cash, es decir, la beta pura del negocio. Damodaran (2005), propone ajustar la beta unlevered por cash de la siguiente manera, partiendo del supuesto de que el cash tiene una beta de cero:

$$\beta_{UL\ cash-adj} = \frac{\beta_{UL}}{1 - (Cash / Firm\ Value)}$$

, donde:

$$Firm\ Value = Market\ Value\ of\ Equity + Market\ Value\ of\ Debt$$

Luego, esta beta se vuelve a apalancar en base a la estructura de capital objetivo de la compañía utilizando la ecuación desarrollada por Robert Hamada (1972), conocida como “Ecuación de Hamada”, la cual cuantifica el efecto del apalancamiento financiero de una firma en su riesgo sistemático:

$$\beta_{levered} = \beta_{unlevered} \times \left(1 + \frac{D}{E} \times (1 - t)\right), (Hamada, 1972)$$

donde,

- $\beta_{unlevered}$: utilizaremos la beta unlevered corregida por cash.
- D: Valor de mercado de la deuda.
- E: Valor de mercado del equity.
- t: marginal tax rate.

Para determinar la beta unlevered corregida por cash, se emplearán dos métodos: regresión lineal de los retornos de Activision Blizzard y del mercado (tomando como proxy al índice S&P500), y la beta unlevered corregida por cash de la industria en que opera la compañía informada por Damodaran.

- a. Regresión lineal: Determinado realizando una regresión lineal entre los retornos mensuales de la acción (R_i) en cuestión y el del mercado (R_m) por un período de 5 años.

$$R_i = a + \beta_L(5\ Y) \times R_m$$

- La beta levered es la pendiente de la regresión en el período en cuestión.
- El R2 de la regresión proporciona una estimación de la proporción del riesgo (varianza) de una empresa que puede atribuirse al riesgo del mercado. El complemento (1 - R2) puede atribuirse al riesgo específico de la empresa.
- Nota: para el cálculo de retornos mensuales se utilizan precios ajustados por el pago de dividendos, calculando el retorno total para el inversor incluyendo el dividendo.

Cabe señalar que, siendo un valor promedio de 5 años, tendrá implícita la estructura de capital promedio de la firma en el período de tiempo en cuestión. Por lo tanto, para obtener el valor de la beta unlevered, recurriremos a la ecuación de Hamada, donde:

- $\beta_L(5\ Y)$: pendiente de la regresión.
 - D: Promedio del valor de mercado de la deuda en el periodo en cuestión.
 - E: Promedio del valor de mercado del equity en el período en cuestión.
 - t: tasa efectiva de impuesto a las ganancias en el período en cuestión.
- b. Bottom-up Betas – beta de la industria: esta metodología fue propuesta por Damodaran (2002) como alternativa al método de regresión lineal. Utilizaremos el valor de la beta unlevered corregida por cash informada por Damodaran para la industria en que la compañía opera, que en el caso de Activision Blizzard es la industria de

“Entertainment”. Cabe señalar que se selecciona la industria de *Entertainment* dado que dentro de las compañías utilizadas para calcularla se encuentran las principales compañías de videojuegos (Electronic Arts, Tale-Two Interactive, Nintendo, Ubisoft, entre otras).

Finalmente, se calculará el valor promedio entre ambos. Este será el valor de beta unlevered que re-apalancaremos para determinar la beta levered que utilizaremos como input en el cálculo de la WACC.

$$\beta_{UL\ cash-adj} = \frac{\beta_{UL\ cash-adj} (Regresión\ Lineal) + \beta_{L\ cash-adj} (Industria\ Entertainment)}{2}$$

ERP: Equity Risk Premium. Es el exceso de retorno esperado de un mercado por sobre la tasa libre de riesgo.

$$ERP_i = R_{mi} - r_{fi}$$

, donde:

- R_{mi} : retorno esperado del mercado.
- r_{fi} : tasa libre de riesgo.

Para compañías que operan en múltiples regiones, Damodaran sugiere calcularlo como un promedio ponderado del ERP de cada región en que la compañía opera. Para determinar el ponderador, se utilizan como proxy las ventas por región (V_i) de Activision Blizzard, y para el ERP de cada región la fuente es Damodaran.

$$ERP = \frac{\sum V_i \times ERP_i}{V_t}$$

, donde:

- V_i : Ventas en la región i.
- V_t : Ventas totales.
- ERP_i : Equity Risk Premium de la región i.

2.7.2.1.2 Costo de la deuda (r_d)

Para calcular el costo de la deuda (r_d) buscaremos el rating crediticio de Activision Blizzard y el default spread correspondiente para ese rating informado por Federal Reserve Bank of St. Louis. De esta manera, el costo de la deuda será el resultante de adicionar el default spread a la tasa libre de riesgo.

$$r_d = r_f + \text{Default Spread}$$

2.7.2.1.3 Marginal tax rate (t)

Es la tasa de impuestos que pagaría Activision Blizzard en Estados Unidos por cada dólar adicional de ganancias. La misma se obtendrá de la base de datos de *marginal tax rates* por país informada por Damodaran en su sitio web.

2.7.2.2 Estimar las ganancias y los flujos de fondos libres para la firma (FCFF) actuales

Al margen operativo (EBIT) después de impuestos (tasa efectiva) le sumamos depreciaciones y amortizaciones (D&A) y le restamos inversiones (CAPEX) y cambios en el capital de trabajo (Working Capital o WK). Por lo tanto:

$$FCFF = EBIT \times (1 - t_{ef}) + D\&A - CAPEX - \Delta Working\ Capital$$

2.7.2.3 Estimar las ganancias y FCFF futuros

En este paso se proyectan las ganancias y FCFF futuros hasta que la firma alcance un crecimiento estable a partir de una serie de supuestos sobre cada una de las variables intervinientes en el cálculo de FCFF. La tasa de impuestos a utilizar en este caso es la tasa marginal (t) en lugar de la efectiva (t_e).

$$FCFF_i = EBIT_i \times (1 - t) + D\&A_i - CAPEX_i - \Delta Working\ Capital_i$$

2.7.2.4 Estimar cuándo la firma alcanzará un crecimiento estable

En este paso se estima en qué momento la firma alcanzará una tasa de crecimiento estable y qué características (riesgo y cash flows) tendrá en ese momento. Dado que no podemos estimar cash flows infinitos, proyectaremos el período hasta que la firma alcanza un crecimiento estable (“período de crecimiento”), y luego capturaremos el valor a perpetuidad calculando su valor terminal (VT).

- **Valor terminal (VT):** dado que estamos valuando una empresa en marcha que podría generar cash flows indeterminadamente, se calculará el valor presente de una perpetuidad con crecimiento.

$$\text{Valor Terminal en el año } n \text{ (VT}_n\text{)} = \frac{FCFF_{n+1}}{WACC - g}$$

, donde:

- Tasa de crecimiento a perpetuidad (g): a la hora de determinarla la tasa de crecimiento estable de la compañía, Damodaran indica que la misma no debe exceder la tasa de crecimiento de la economía. Como proxy para la tasa de crecimiento de la economía sugiere utilizar la tasa libre de riesgo (r_f).

2.7.2.5 Valuar el activo en base al método apropiado (Valor del Equity o EV)

Habiendo definido todos los componentes necesarios, calcularemos el valor de la firma (EV) utilizando la siguiente ecuación:

$$EV = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{VT_n}{(1 + WACC)^n}$$

2.7.2.6 Conclusión

A modo de cierre, cabe señalar que, basado en este modelo de valuación, existen cuatro formas básicas a partir de las cuales el valor de una firma (EV) puede verse incrementado según Damodaran (2012):

- a. Los cash flows generados por los activos existentes pueden crecer, ya sea porque se incrementan los beneficios después de impuestos generados por los activos existentes, o porque se reducen las necesidades de inversión (net CAPEX o WK).
- b. La tasa de crecimiento de los cash flows puede incrementar, ya sea por un incremento en la tasa de reinversión de la firma, o por una mejora en el retorno de esas reinversiones.
- c. La duración del período de elevado crecimiento antes de converger a la tasa de crecimiento perpetua (g) puede extenderse.
- d. El costo del capital (WACC) puede reducirse, ya sea porque se reduce el riesgo operativo o cambia la estructura de capital.

2.7.3 Valuación relativa o por múltiplos

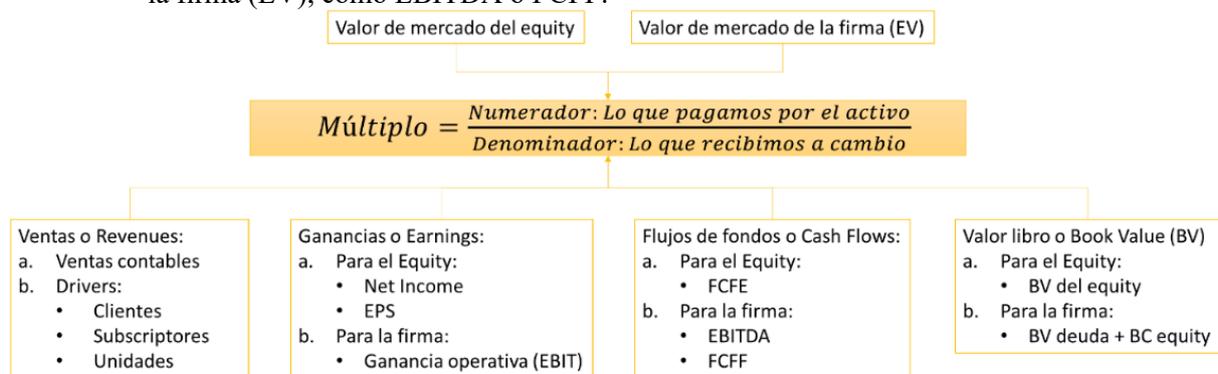
La valuación por múltiplos es uno de los métodos de valuación más utilizados por su simplicidad y facilidad de comprensión. En esencia, consiste en valuar un activo en base a cómo activos similares o comparables son “priceados” en el mercado. Llevado a valuación de empresas, este método parte de la premisa de que la empresa que está siendo valuado debiera tener ratios similares a los de las empresas similares o comparables.

En esencia, una empresa comparable debiera ser similar a la empresa a valuar en cuanto a crecimiento de cash flows y riesgos. En la práctica, muchos analistas comparan compañías dentro de la misma industria y de tamaños similares, asumiendo implícitamente que, por compartir estas dos características, tendrán crecimiento de cash flows similares y riesgos similares (Damodaran, 2014). Cabe señalar que en ocasiones resulta sumamente difícil encontrar empresas que compartan estas cualidades, en especial cuando hay pocas compañías dentro del sector, y/o en mercados poco profundos, donde no hay muchas compañías listadas. En efecto, aquí radica una de las principales debilidades de este método.

De acuerdo con Mascareñas Pérez-Íñigo (2019), la idea subyacente es que la empresa a valorar se comparta igual que sus comparables, y, por lo tanto, las relaciones entre las principales variables económicas y financieras, denominadas ratios o múltiplos, deben ser similares tanto para la empresa a valorar como para sus comparables. Es un método recomendable de utilizar como complemento con el de DCF para verificar la razonabilidad del resultado, y si ambos discrepan sustancialmente, será una alerta para averiguar el origen de dicha discrepancia y potencialmente encontrar puntos débiles en el análisis.

Según Damodaran (2014), el proceso de realizar una valuación relativa consiste en:

- Identificar activos comparables y obtener el valor de mercado de esos activos.
- Convertir los valores de mercado a valores estandarizados, dado que los precios absolutos no pueden ser comparados. Este proceso de estandarización se realiza a través del cálculo de múltiplos. En la Ilustración 11 se representan los componentes típicamente utilizados al seleccionar los múltiplos a utilizar. Cabe aclarar que es fundamental que haya consistencia entre el numerador y el denominador. De esta manera, si en el numerador utilizamos el valor de mercado del equity, en el denominador debemos utilizar una métrica representativa del equity, como Net Earnings o FCFE, y no métricas orientadas a el valor de mercado de la firma (EV), como EBITDA o FCFF.



Fuente: Elaboración propia en base a Damodaran (2014)

Ilustración 11: Valores estandarizados o múltiplos

- Comparar el valor estandarizado o múltiplo del activo que está siendo valorado con el de los activos comparables, y así determinar si el mismo está sub o sobrevalorado.

Asimismo, Damodaran (2014) recomienda seguir cuatro pasos básicos para utilizar correctamente la valuación por múltiplos:

1. Definir el múltiplo. Asegurarse de que el múltiplo está definido consistentemente y que está medido uniformemente a través de las empresas que se comparan.
2. Describir el múltiplo. Asegurarse de que la distribución cruzada de los múltiplos de todo el mercado es similar a la de las empresas comparables. Entender qué es un valor alto, bajo y promedio en el mercado, y no solo en el sector, para el múltiplo en cuestión.
3. Analizar el múltiplo. Conocer qué factores influyen en el valor del múltiplo, y como lo hacen. En la Tabla 2 se presentan algunos ejemplos.

Tabla 2: Variables determinantes para distintos múltiplos

Múltiplo	Variables determinantes
Price/Earnings (PE)	Crecimiento, payout, riesgo
Price/Book Value (PB)	Crecimiento, payout, riesgo, ROE (return on equity)
Price/Sales (PS)	Crecimiento, payout, riesgo, margen neto
EV/EBIT EV/EBIT (1-t) EV/EBITDA	Crecimiento, necesidades de reinversión, apalancamiento, riesgo
EV/Sales	Crecimiento, necesidades de inversión, apalancamiento, riesgo, margen operativo
EV/Book Capital	Crecimiento, apalancamiento, riesgo, ROC (return on capital)

Fuente: Elaboración propia en base a Damodaran (2012)

4. Aplicar el múltiplo. Encontrar las empresas adecuadas para realizar la comparación y ajustar en base a sus diferencias fundamentales con respecto a la que se está valuando.

A modo de cierre, cabe destacar que esta metodología de valuación tiene sus ventajas y desventajas respecto a la valuación intrínseca por DCF, las cuales se detallan en la Tabla 3. Se recomienda utilizar ambas en forma complementaria, en lugar de verlas como metodologías excluyentes.

Tabla 3: Ventajas y desventajas de la valuación por múltiplos

Ventajas	Desventajas
Utilidad: Pueden proporcionar información relevante sobre el precio de las empresas. Útil cuando se busca comparar el precio relativo.	Simplista: Comprime el resultado conjunto de varios generadores de valor en una única cifra, lo que dificulta la desagregación del efecto de estos.
Simplicidad: Facilidad de cálculo y amplia disponibilidad de datos. Los supuestos explícitos son menores que en el DCF.	Dificultad de encontrar empresas comparables, dado que todas las empresas son distintas, e inclusive empresas operando en el mismo sector pueden tener riesgos, potencial de crecimiento y cash flows muy distintos.
Relevancia: Los múltiplos se basan en datos estadísticos clave que utilizan ampliamente los inversores.	Modal: Si el sector está sobrevalorado/infravalorado en el mercado, el valor estimado de la empresa será demasiado alto/bajo con respecto a su valor real.
Comprensión: Mas fácil de comprender y de presentar.	Manipulable: Su falta de transparencia lo hace más vulnerable a la manipulación.
“Market Mood”: La valuación resultante en general estará más en la línea con el precio de mercado, dado que se basa en un valor relativo en un momento del tiempo y no en el valor intrínseco.	

Fuente: Elaboración propia en base a Mascareñas Pérez-Íñigo (2019) y Damodaran (2014)

3 Microsoft Corporation

Microsoft (NASDAQ: MSFT) es una empresa tecnológica multinacional de origen estadounidense con sede en Redmond, Washington. Fue fundada en el año 1975 en Albuquerque, New Mexico, por William H. Gates y Paul Allen.

En 1981, la compañía licenció su sistema operativo MS-DOS a The International Business Machines Corporation (NYSE: IBM) para su primera computadora personal (PC, por sus siglas en inglés), lo cual la posicionó como líder frente a sus competidores, logrando que su software se convirtiera en el estándar de la industria. Por cada PC vendida, Microsoft recibía regalías.

Posteriormente, la mayoría de los fabricantes de PC eligieron MS-DOS como sistema operativo base en sus dispositivos, impulsando las ventas de Microsoft y convirtiendo a MS-DOS en el estándar mundial para la informática de escritorio. En noviembre de 1985, Microsoft lanzó Windows, un entorno operativo multitarea con una nueva interfaz gráfica de usuario.

De acuerdo con Goldman Sachs (2019), a mediados de la década de 1980, Microsoft era considerada una de las “tres gigantes” en la industria de software para PC, junto con Lotus Development Corporation y Ashton-Tate Company. Sin embargo, era la única de las tres que aún no había realizado su IPO debido a la resistencia por parte de Bill Gates por mantener la compañía privada. Sin embargo, la política expansiva de “stock options” para empleados generó que la empresa se acercara rápidamente a los 500 accionistas privados, lo que desencadenaría la necesidad de registrarse ante la Securities and Exchange Commission (SEC).

Finalmente, el 13 de marzo de 1986 Microsoft realizó su Oferta Pública Inicial (IPO, por sus siglas en inglés). Goldman Sachs y Alex. Brown & Sons fueron seleccionados como co-managing underwriters, y el precio de suscripción fue de 21 dólares. Dada la alta demanda, se ejecutó la opción de *over-allotment* o *greenshoe*, y se vendieron 295,000 acciones adicionales a los 2.5 millones que comprendían la oferta inicial. Al final de su primer día de cotización, aproximadamente 3.5 millones de acciones se habían negociado, y el precio de cierre fue de 28 dólares. Dado el éxito que tuvo, fue considerado “el IPO del año” y generó 61 millones de dólares para Microsoft (167 millones de dólares de 2023), otorgándole una capitalización de mercado de 777 millones de dólares (2,140 millones de dólares de 2023) (Goldman Sachs, 2019).

Luego de 49 años, el 24 de enero de 2024 Microsoft cruzó por primera vez la barrera de los \$3 billones de dólares en capitalización bursátil, siendo la segunda compañía a nivel mundial en lograrlo. La primera fue Apple.

En la Tabla 4 se observa el ranking de las 10 empresas con mayor capitalización bursátil a nivel mundial el 18 de enero de 2022, el día en que se anunció la transacción de adquisición de Activision Blizzard.

Tabla 4: Top 10 empresas por capitalización bursátil al 18 de enero de 2022

Rank	Nombre	Ticker	Market Cap (000 millones \$)	País de origen
1	Apple Inc	AAPL	2,764.14	Estados Unidos
2	Microsoft Corp	MSFT	2,267.76	Estados Unidos
3	Saudi Aramco OI	2222.SR	~1,950	Arabia Saudita
4	Alphabet Inc	GOOG	1,799.44	Estados Unidos
5	Amazon.com Inc	AMZN	1,616.35	Estados Unidos
6	Tesla Inc	TSLA	1,065.89	Estados Unidos
7	Meta Platforms	META	866.96	Estados Unidos
8	Berkshire Hathaway	BRK-B	708.97	Estados Unidos
9	TSMC	TSM	694.04	Taiwán
10	NVIDIA Corp	NVDA	646.54	Estados Unidos

Fuente: Elaboración propia.

Actualmente, Microsoft desarrolla y brinda soporte de software, servicios, dispositivos y soluciones que crean valor para sus clientes y ayudan a personas y empresas a alcanzar su máximo potencial.

Ofrece una amplia gama de servicios, incluyendo soluciones basadas en la nube que proporcionan software, servicios, plataformas y contenido a sus clientes, además de brindarles soporte y servicios de consultoría. Además, ofrece servicios de publicidad en línea dirigidos a una audiencia global.

Su línea de productos abarca sistemas operativos, aplicaciones de productividad y colaboración multiplataforma, soluciones de servidor, aplicaciones comerciales, herramientas de gestión de escritorio y servidor, herramientas de desarrollo de software y videojuegos. Asimismo, diseña y comercializa dispositivos como PC, tablets, consolas de entretenimiento, videojuegos y otros dispositivos inteligentes, así como accesorios relacionados.

3.1 Estrategia: Misión, Visión y Valores

3.1.1 Misión y visión

De acuerdo con Microsoft (2022), su visión y misión consisten en:

- Misión: “empower every person and every organization on the planet to achieve more”. Traducido al español: empoderar a cada persona y a cada organización en el planeta para lograr más.
- Visión: “help people and businesses throughout the world realize their full potential”. Traducido al español: ayudar a personas y negocios de todo el mundo a realizar su máximo potencial.

3.1.2 Valores

Según lo declarado por Microsoft (2022), los siguientes son sus valores:

- Innovación: Creemos que la tecnología puede y debe ser una fuerza para hacer el bien, y que la innovación contribuirá a un mundo más brillante de diversas maneras.
- Diversidad e inclusión: Nos nutrimos de voces diversas. Involucramos las experiencias, fortalezas y diferentes puntos de vista de nuestros empleados y clientes para informar, desafiar y ampliar nuestro pensamiento. Así es como innovamos.
- Responsabilidad Social Corporativa: Creemos que la tecnología es una fuerza poderosa para hacer el bien y estamos trabajando para fomentar un futuro sostenible en el que todos tengan acceso a los beneficios y oportunidades creados por la tecnología.
- Inteligencia Artificial (IA): Creemos que, cuando es diseñada ubicando a las personas en el centro, IA puede ampliar nuestras capacidades, liberarnos para que nos enfoquemos en desafíos más estratégicos y creativos, y ayudarnos a lograr más.
- Computación Confiable: ofrecemos experiencias informáticas seguras, privadas y confiables basadas en prácticas empresariales sólidas.
- Respuesta conjunta al COVID-19: Mientras el mundo responde al brote de COVID-19, estamos trabajando para hacer nuestra parte garantizando la seguridad de nuestros empleados, esforzándonos por proteger la salud y el bienestar de las comunidades en las que operamos, y proporcionando tecnología, consejos y recursos a nuestros clientes.

3.1.3 Estrategia

Para alcanzar su visión, la compañía se ha centrado en desarrollar productos y servicios que incrementen la productividad de sus clientes, que incluyen consumidores individuales, PyMEs, empresas globales, instituciones del sector público, proveedores de servicios de internet, desarrolladores de aplicaciones y fabricantes de equipos originales (OEMs: “*Original Equipment Manufacturers*”).

Microsoft destina considerables recursos en el departamento de investigación y desarrollo (R&D por sus siglas en inglés). En efecto, la compañía desarrolla la mayoría de sus productos y servicios internamente a través de los siguientes grupos de ingeniería:

- Nube e inteligencia artificial (*Cloud and AI*): se enfoca en hacer que los profesionales de IT, los desarrolladores y sus sistemas sean más productivos y eficientes a través del desarrollo de infraestructura en la nube, servidor, base de datos, CRM, ERP, herramientas

y servicios de desarrollo de software (incluido GitHub), servicios cognitivos de IA y otras aplicaciones y servicios de procesos comerciales para empresas.

- Experiencias y dispositivos (*Experiences and Devices*): se enfoca en inculcar un espíritu de producto unificador en las experiencias y dispositivos de usuario final, incluidos Office, Windows, Teams, experiencias web del consumidor (incluida la publicidad de búsqueda y noticias) y la línea de dispositivos Surface.
- Seguridad, cumplimiento, identidad y gestión (*Security, Compliance, Identity and Management*): se centra en la seguridad de las aplicaciones y la plataforma en la nube, la identidad y el acceso a la red, la movilidad empresarial, la protección de la información y los servicios gestionados.
- Tecnología e Investigación (*Technology and Research*): se enfoca en innovaciones dentro del segmento AI y otros esfuerzos de investigación y desarrollo con visión de futuro que abarcan infraestructura, servicios y aplicaciones.
- LinkedIn: se enfoca en servicios destinados a transformar la manera en que sus clientes contratan, comercializan, venden y aprenden.
- Videojuegos (*Gaming*): se enfoca en el desarrollo de hardware, contenido y servicios para una amplia gama de plataformas con el objetivo de incrementar su base de usuarios a través de experiencias de juego e interacción social.

Más aun, de acuerdo con Microsoft (2022), actualmente el equipo de Investigación y Desarrollo (R&D) concentra sus esfuerzos en tres ambiciones interconectadas:

1. Reinventar la productividad y los procesos comerciales.
2. Crear la nube inteligente y la plataforma perimetral inteligente.
3. **Crear más computación personal.**

En particular, la adquisición de Activision Blizzard se encuentra íntimamente relacionada con la tercera ambición. En efecto, con tres mil millones de personas jugando activamente en la actualidad, Microsoft continúa invirtiendo en contenido, comunidad y servicios en la nube. La compañía ha ampliado su enfoque de cómo piensa los juegos, desde la forma en que se crean y distribuyen hasta cómo se juegan, incluidos los juegos en la nube para que los jugadores puedan transmitir a través de PC, consola y dispositivos móviles.

Su producto estrella, Xbox Game Pass, luego de su lanzamiento en 2017 se convirtió en una comunidad con acceso a una gran biblioteca multiplataforma de videojuegos propios y de terceros. Xbox Cloud Gaming es la tecnología de transmisión de juegos de Microsoft que complementa el hardware de su consola y brinda a sus suscriptores la opción de jugar los juegos que desean, con las personas que desean, en los dispositivos que desean.

3.2 Unidades de negocio

Microsoft opera en tres líneas de negocios:

1. **Productividad y procesos de negocios** (*Productivity and Business Processes*): productos y servicios dentro del portafolio de productividad, comunicación y servicios informáticos. Este segmento comprende:
 - Office Commercial: Office, Exchange, SharePoint, Microsoft Teams, Office 365 Security and Compliance y Microsoft Viva.
 - Office Consumer: suscripciones de Microsoft 365 Consumer, Office y otros servicios asociados.
 - LinkedIn: incluyendo Talent Solutions, Marketing Solutions, Premium Suscriptions y Sales Solutions.
 - Dynamics business solutions: Dynamics 365, comprendiendo un set de aplicaciones inteligentes basadas en la nube abarcando ERP, CRM, Customer Insights, Power Apps y Power Automate.
2. **Nube inteligente** (*Intelligent Cloud*): consiste en productos de servidor y servicios de la nube públicos, privados e híbridos utilizados por empresas y desarrolladores. Este segmento comprende:

- Server products and cloud services: Azure y otros Servicios de la nube, SQL Server, Windows Server, Visual Studio, System Center, Client Access Licenses, Nuance y GitHub.
 - Enterprise Services: Enterprise Support Services, Microsoft Consulting Services y Nuance Professional Services.
3. **Más informática personal** (*More Personal Computing*): consiste en productos y servicios que buscan colocar al cliente en el centro de la experiencia con la tecnología de Microsoft. Este segmento incluye:
- Windows: Windows OEM, Windows Commercial, Windows Internet of Things, licencias de patentes.
 - Devices: Surface y accesorios para PC.
 - Gaming: consolas Xbox y contenido y servicios asociados.
 - Search and news advertising.

Microsoft comercializa y distribuye sus productos y servicios a través de diferentes canales: Original Equipment Manufacturer (OEMs), directo (D2C) y a través de distribuidores y revendedores.

- OEMs: distribución de productos y servicios a través de OEMs que preinstalan software en dispositivos y servidores nuevos que ellos venden. El principal componente de este canal de venta es el sistema operativo Windows que es preinstalado en dispositivos nuevos. Ejemplos de OEMs son: Dell, Hewlett-Packard y Lenovo.
- Directo: Microsoft distribuye productos y servicios directamente a organizaciones mediante Enterprise Agreements y Enterprise Services Contracts, y a consumidores individuales.
- Distribuidores y revendedores:
 - Licencias: Organizaciones adquieren las licencias de Microsoft indirectamente a través de Licensing Solution Partners (“LSP”), distribuidores, Value-Added Resellers (“VAR”), y revendedores minoristas.
 - Productos: la venta y distribución de productos es realizada principalmente mediante revendedores minoristas.

3.2.1 Microsoft Gaming

La división Microsoft Gaming fue creada en 2022, en simultaneo con el anuncio de la adquisición de Activision Blizzard, con el objetivo de unificar todas las subsidiarias y grupo de videojuegos en una única división. El CEO de esta división es Phil Spencer y la misma pertenece a la unidad de negocios de Más Informática Personal (More Personal Computing).

Sin embargo, cabe destacar que Microsoft estableció su primera división de desarrollo de videojuegos, llamada Microsoft Game Studios (MGS) junto con el lanzamiento de la primera versión de Xbox en 2001. Por lo tanto, la compañía lleva más de 20 años apostando a la industria de videojuegos.

En la Ilustración 12 podemos observar la evolución de las ventas de la unidad de negocios de videojuegos desde el lanzamiento de Xbox Game Pass en 2017 hasta 2022, previo a la aprobación de la adquisición de Activision Blizzard. Cabe señalar que el año fiscal de Microsoft va desde 1 de julio al 30 de junio.

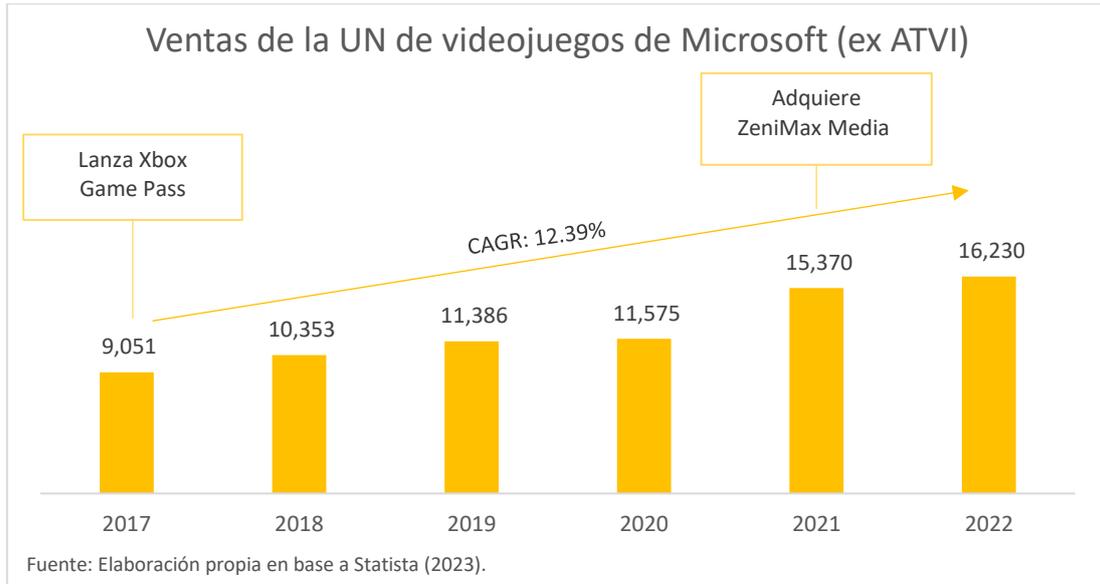


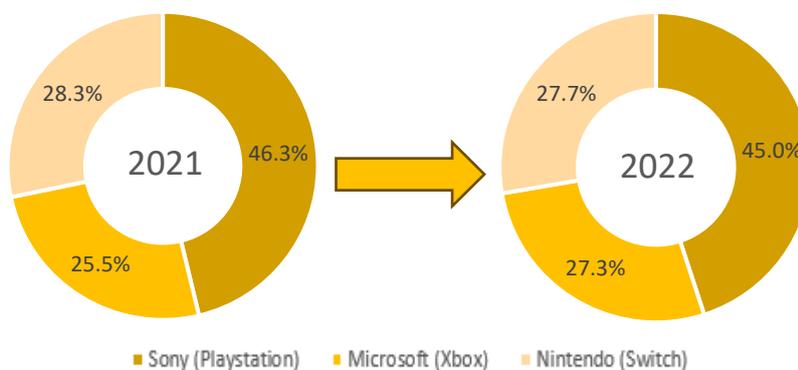
Ilustración 12: Evolución de ventas de Microsoft Gaming (2017-2022) (ex ATVI)

Actualmente, Microsoft Gaming lidera la fabricación de consolas Xbox, el desarrollo y publicación de juegos, los esfuerzos de investigación y desarrollo, y las ventas de Xbox y de las tres subsidiarias integradas dentro de la división: Xbox Game Studios, ZeniMax Media y Activision Blizzard. Algunas de las franquicias de videojuegos mundialmente reconocidas pertenecientes a Microsoft Gaming son: Minecraft (el videojuego más vendido de todos los tiempos), Call of Duty (el cuarto videojuego más vendido de todos los tiempos), Halo, Warcraft, The Elder Scrolls, Diablo y Candy Crush.

En cuanto al posicionamiento de mercado, luego de la integración de Activision Blizzard en 2023, Microsoft se posicionará como la tercera mayor compañía de videojuegos a nivel mundial en ventas, luego de Sony y Tencent.

Con respecto al mercado de consolas, Microsoft con su consola Xbox consolidó en 2022 aproximadamente el 27% de la participación de mercado, desde 26% en 2021, como se observa en la Ilustración 13. De esta manera, se posiciona como el tercer mayor jugador del segmento detrás de Sony y muy cerca de Nintendo.

Participación de mercado: Consolas de videojuegos



Fuente: Elaboración propia en base a Statista (2023)

Ilustración 13: Evolución de la participación de mercado en consolas 2021-2022

Con respecto al modelo de negocios, este fue cambiando con el tiempo. Inicialmente, el foco de Xbox se encontraba centrado en la consola, para luego convertirse en una plataforma centrada en el contenido, con un fuerte énfasis en priorizar la participación de los jugadores por encima de las simples

ventas de consolas. De esta manera, la esencia del negocio no reside en la cantidad de consolas vendidas, sino en el número de jugadores que participan activamente y disfrutan de los juegos que adquieren, así como en la forma en que eligen involucrarse con ellos.

En esta línea y con el objetivo de transformarse en el referente para los usuarios que busquen jugar a los mejores videojuegos cuando, donde y como quieran (Nandella, 2023), en 2017 Microsoft lanzó el servicio de suscripción mensual “Xbox Game Pass”, el cual a partir del pago de una tarifa mensual ofrece acceso a más de 400 videojuegos a través de distintas consolas y de la PC, así como el acceso a una comunidad donde los jugadores pueden compartir sus experiencias de juego en línea. En enero de 2022, casi cinco años luego de su lanzamiento, Microsoft anunció que Xbox Game Pass superó los 25 millones de suscriptores, como se observa en la Ilustración 14.



Ilustración 14: Número de suscriptores de Xbox Game Pass

Esta decisión estratégica impulsada por Satya Nandella, presidente y CEO de Microsoft, de modificar el modelo de negocios desde uno basado exclusivamente en la venta de consolas y títulos, a uno basado en la venta de servicios de suscripción que permiten el acceso a una librería de contenidos, le permitió a Microsoft diferenciarse de otros fabricantes de consolas de videojuegos que se enfocaban en la comercialización de videojuegos para atraer usuarios.

Actualmente, Xbox y Xbox Game Pass compiten con varios ecosistemas de juegos en línea y servicios de transmisión de juegos, incluidos los operados por Amazon, Apple, Meta y Tencent. En cuanto a la plataforma de videojuegos, Xbox compete con Nintendo y Sony.

3.2.1.1 Estrategia de crecimiento de Microsoft Gaming

En referencia a la estrategia de crecimiento y la expansión de la librería de contenidos de Microsoft Gaming, se puede observar un patrón orientado hacia el crecimiento inorgánico a través de adquisiciones de desarrolladores y franquicias de videojuegos reconocidas. Las tres adquisiciones más relevantes fueron la de Mojang por \$2,500 millones de dólares en 2014, ZeniMax Media por \$7,500 millones de dólares en 2020 y Activision Blizzard por \$68,700 millones de dólares en 2022. A continuación, se listan algunas de las adquisiciones más relevantes:

- Bungie Software (19 de junio de 2000)
 - Franquicias reconocidas: Halo.
- Rare (24 de septiembre de 2002)
 - Franquicias y videojuegos reconocidos: GoldenEye 007, Perfect Dark, Banjo Kazooie, Viva Piñata, Sea of Thieves, y Battletoads.
- Mojang (15 de septiembre de 2014)
 - Precio: \$2,500 millones de dólares estadounidenses.
 - Franquicias y videojuegos reconocidos: Minecraft y Minecraft Dungeons,
- Playground Games (10 de junio de 2018)
 - Franquicias y videojuegos reconocidos: Forza Horizon y Forza Motorsport.
- Ninja Theory (10 de junio de 2018)
 - Franquicias y videojuegos reconocidos: Heavenly Sword, DmC: Devil May Cry, Disney Infinity, y Hellblade: Senua's Sacrifice.

- Obsidian (10 de noviembre de 2018)
 - Franquicias y videojuegos reconocidos: Star Wars Knights of the Old Republic 2: The Sith Lords, Neverwinter Nights 2, Fallout: New Vegas, South Park: The Stick of Truth, Pillars of Eternity, The Outer Worlds, y Grounded.
- Inxile (10 de noviembre de 2018)
 - Franquicias y videojuegos reconocidos: Wasteland 2, Torment: Tides of Numenera, y Wasteland 3.
- Double Fine Productions (9 de junio de 2019)
 - Franquicias y videojuegos reconocidos: Psychonauts, Broken Age, Brütal Legend, Costume Quest, y Grim Fandango Remastered.
- ZeniMax Media (21 de septiembre de 2020)
 - Precio: \$7,500 millones de dólares estadounidenses.
 - Franquicias y videojuegos reconocidos: The Elder Scrolls, Fallout, Wolfenstein, Doom, Quake, Dishonored, y The Evil Within.
- Activision Blizzard (18 de enero de 2022)
 - Precio: \$68,700 millones de dólares estadounidenses.
 - Franquicias y videojuegos reconocidos: Call of Duty, World of Warcraft, Diablo, Hearthstone, Overwatch, StarCraft, Candy Crush, Tony Hawk's Pro Skater, Guitar Hero, Skylanders, y Spyro the Dragon

3.3 Historial de transacciones de M&A

Microsoft es sin dudas una de las compañías más activas en el mercado de M&A, como se observa en la Ilustración 15.

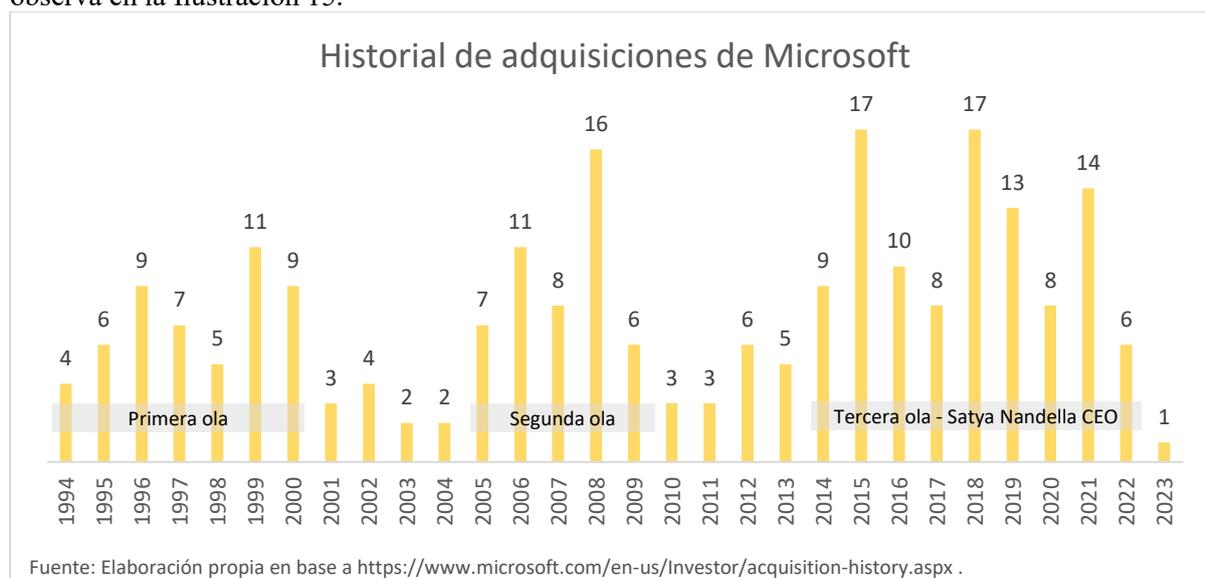


Ilustración 15: Historial de adquisiciones de Microsoft

Esto la posiciona como un comprador experimentado en procesos de adquisición e integración, lo cual puede ser considerado una fortaleza que le permitirá optimizar la captura del valor esperado en la transacción de Activision Blizzard.

3.4 CEO: Satya Nadella (2014 – Presente)

Satya Nadella es Presidente y Director Ejecutivo (CEO) de Microsoft. Antes de ser nombrado CEO en febrero de 2014, Nadella ocupó diversos cargos de liderazgo en la empresa, tanto en negocios empresariales como de consumo.

Al unirse a Microsoft en 1992, rápidamente se hizo conocido como un líder que podía abarcar una amplia gama de tecnologías y negocios para transformar algunas de las mayores ofertas de productos de Microsoft.

Más recientemente, Nadella fue vicepresidente ejecutivo del grupo Cloud and Enterprise de Microsoft. En este cargo, lideró la transformación hacia el negocio de infraestructura y servicios en la nube, que le quitó participación a la competencia. Anteriormente, Nadella dirigió I+D para la División de Servicios en Línea y fue vicepresidente de la División de Negocios de Microsoft. Antes de unirse a Microsoft, Nadella era miembro del personal de tecnología de Sun Microsystems.

Originario de Hyderabad, India, Nadella vive en Bellevue, Washington, con su familia. Obtuvo una licenciatura en ingeniería eléctrica de la Universidad de Mangalore, una maestría en informática de la Universidad de Wisconsin - Milwaukee y una maestría en administración de empresas de la Universidad de Chicago. Nadella es miembro del consejo de administración de su alma mater, la Universidad de Chicago, así como del consejo de administración de Starbucks.

En la Ilustración 16 se observa el retorno de una inversión de \$1,000 en Microsoft durante la gestión de Satya en comparación con el resultado de la misma inversión en los índices S&P500 y Nasdaq. Los resultados de retorno total y CAGR se detallan en la Tabla 5, y hablan del éxito de la gestión de Nandella como CEO.

Tabla 5: Retorno total y CAGR de Microsoft (Febrero 2014 – Diciembre 2023)

	Retorno total	CAGR
MSFT	1,066%	28%
Nasdaq (^IXIC)	248%	13%
S&P 500 (^GSPC)	157%	10%
Inicio	01/02/2014	
Fin	29/12/2023	

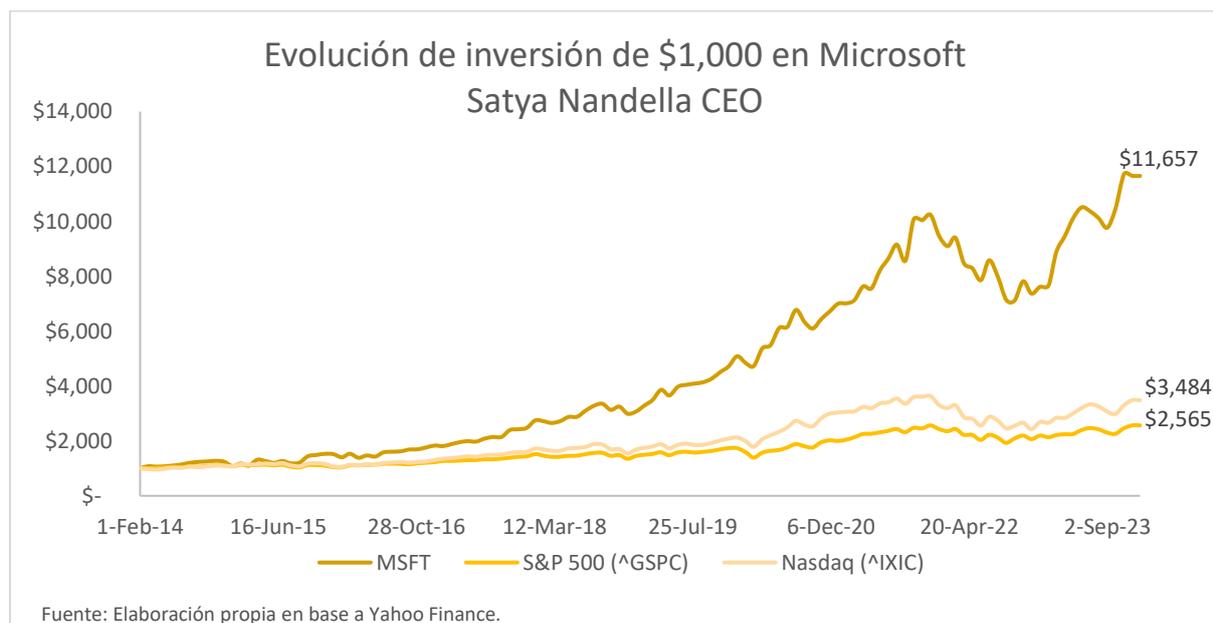


Ilustración 16: Evolución de inversión de \$1,000 en Microsoft (02/2014 – 12/2023)

4 Activision Blizzard Inc.

Activision Blizzard, Inc. es un desarrollador y editor global líder de contenido y servicios de entretenimiento interactivo con sede en Santa Mónica, California. La compañía desarrolla y distribuye contenido y servicios en consolas de videojuegos, computadoras personales (PC) y dispositivos móviles. También opera ligas de deportes electrónicos y ofrece publicidad digital dentro de algunos de sus contenidos.

Respecto a sus orígenes, Activision, Inc. se registró originalmente en California en 1979 y luego se volvió a registrar en Delaware en diciembre de 1992. En el año 2008 Activision Inc. adquirió Blizzard Entertainment Inc. al fusionarse con Vivendi S.A. y Vivendi Games Inc., para dar origen a Activision Blizzard Inc. Posteriormente, el 23 de febrero de 2016 la compañía adquirió King Digital Entertainment PLC, una empresa líder en entretenimiento móvil interactivo.

Al fusionar la cartera más vendida de juegos para consolas y dispositivos portátiles de Activision, Inc. con las franquicias líderes de suscripción en línea y PC de Blizzard Entertainment, Activision Blizzard consolidó su posición como el editor de software de entretenimiento interactivo puro más grande y rentable del mundo. La adquisición de King en 2016 fortaleció aún más su visión de unir al mundo a través del entretenimiento épico al extender su presencia a los dispositivos móviles.

En la Ilustración 17 se puede observar la evolución de sus ventas en relación con cada una de estas grandes adquisiciones.

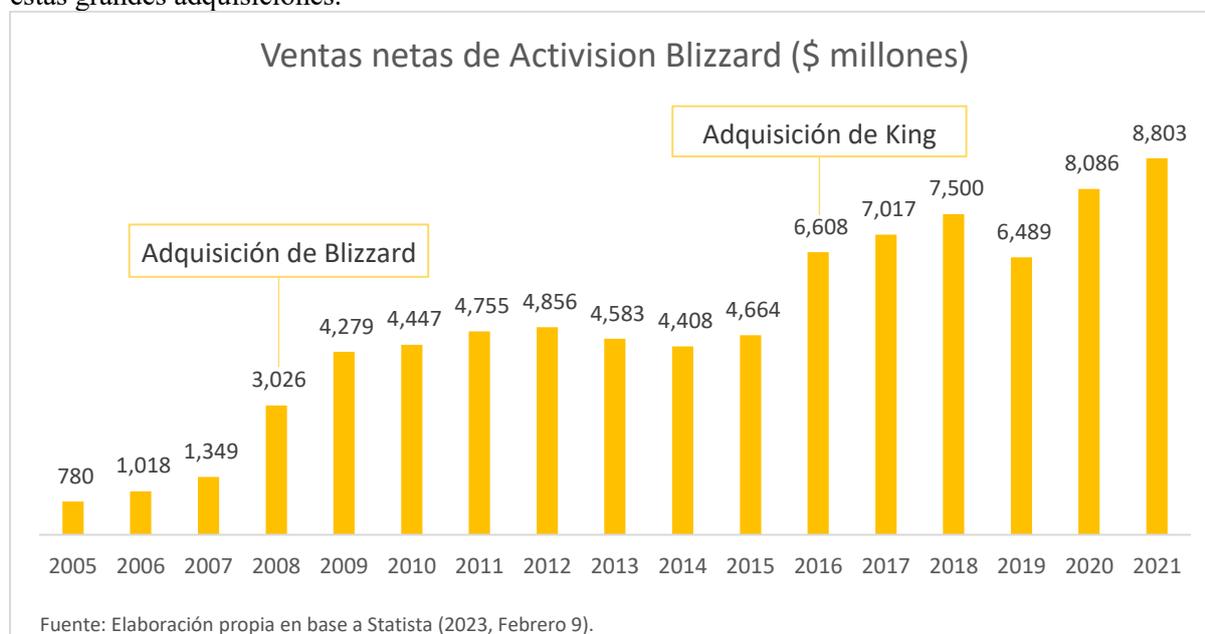


Ilustración 17: Evolución de ventas de Activision Blizzard (2005-2021)

Previo a la aprobación de la adquisición por parte de Microsoft, la compañía se encontraba listada en el mercado electrónico Nasdaq bajo el ticker ATVI, y era miembro de Fortune 500 y S&P 500. En efecto, era una de las corporaciones independientes de juegos y entretenimiento interactivo más exitosas del mundo, sirviendo a cientos de millones de usuarios activos mensuales, como se observa en la Ilustración 18 y en la Tabla 6. Cabe señalar que los valores anuales de la Tabla 6 surgen de promediar las cifras de los cuatro trimestres de cada año en cuestión.

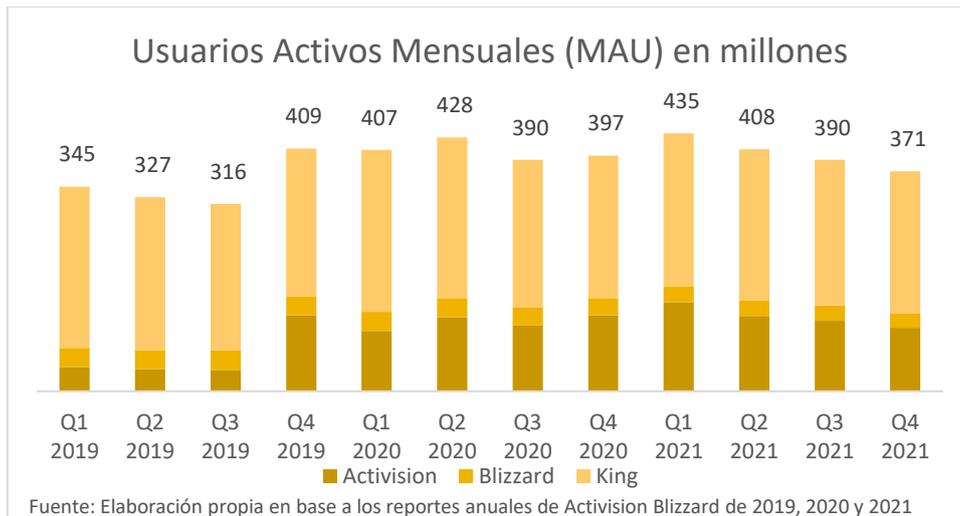


Ilustración 18: Usuarios Activos Mensuales (MAU) en millones

Tabla 6: Usuarios Activos Mensuales (MAU) promedio en millones

MAU (millones)	2017	2018	2019	2020	2021
Activision	50	49	61	117	126
Blizzard	42	37	32	31	26
King	310	271	257	258	250
Total	402	357	349	406	401

Fuente: Elaboración propia.

En cuanto a sus clientes, si bien la compañía vende sus productos directamente a usuarios finales, también lo hace a través de proveedores de plataformas como Apple, Meta, Google, Microsoft, o Sony. En efecto, en la Ilustración 19 se pueden observar los clientes que representaron más del 10% de las ventas netas en el período 2017-2021. Se destacan Apple, Google y Sony Interactive Entertainment Inc. Microsoft solo representó más del 10% en el año 2020. Resulta interesante destacar la relevancia del segmento de dispositivos móviles en estas cifras (Apple, Google, Meta).

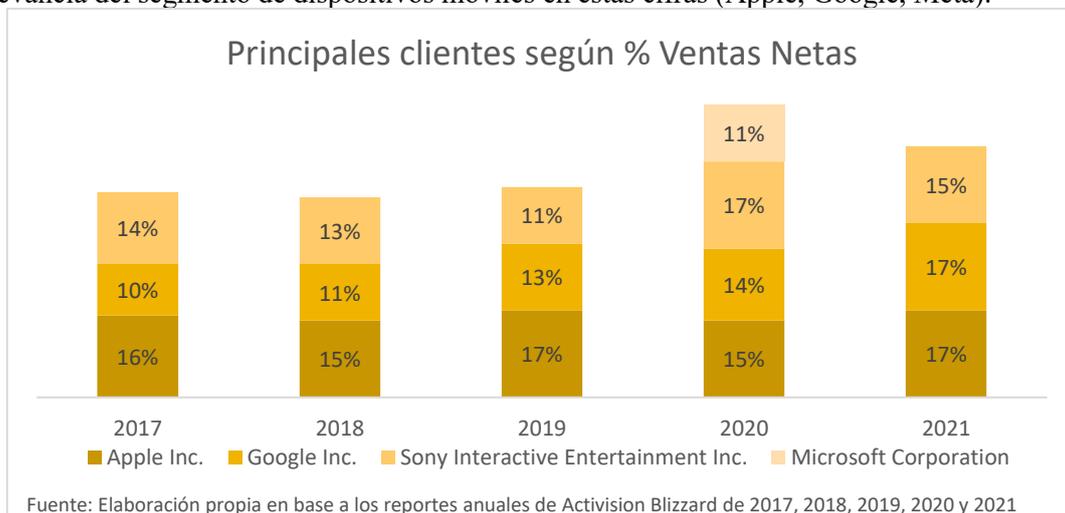


Ilustración 19: Principales clientes con % Ventas Netas mayor al 10%

En cuanto a sus franquicias, las más reconocidas son Call of Duty®, Crash®, Spyro™, World of Warcraft®, Overwatch®, Hearthstone®, StarCraft®, Diablo®, Candy Crush™, Farm Heroes™, Bubble Witch™ y Pet Rescue™.

4.1 Estrategia: Misión, Visión y Valores

4.1.1 Misión y Visión

La visión de la compañía es “Connecting and engaging the world through epic entertainment”, lo cual podría traducirse a “Conectar e involucrar al mundo a través de entretenimiento épico”. En la búsqueda de esta visión, la compañía se enfoca en tres pilares estratégicos: ampliar el alcance de la audiencia, profundizar el compromiso del consumidor, e incrementar la inversión de los jugadores.

- Ampliar el alcance de la audiencia. El núcleo de su negocio es construir sobre sus sólidas franquicias establecidas y crear nuevas franquicias a través de contenido atractivo. La compañía enfoca sus esfuerzos en expandir su red y llegar a tantos consumidores como sea posible basándose en dos iniciativas:
 - Ofrecer su contenido en múltiples plataformas, en especial en dispositivos móviles, la plataforma más grande y de más rápido crecimiento.
 - Brindar experiencias atrapantes a través de múltiples modelos de negocios, por ejemplo: premium, *free-to-play* o basado en suscripciones.
- Impulsar el compromiso profundo de los consumidores. El contenido de entretenimiento de alta calidad no solo amplía el alcance de audiencia, sino que también genera un compromiso profundo con sus franquicias. La compañía diseña sus juegos para proporcionar una variedad de contenido que brinde a los consumidores la oportunidad de participar durante un largo período de tiempo después del lanzamiento de un juego. Además, sus juegos están diseñados para permitir que los jugadores se conecten socialmente entre ellos dentro de las comunidades, lo que brinda más valor a sus jugadores y ofrece oportunidades adicionales de crecimiento para sus juegos.
- Incrementar la inversión de los jugadores. La naturaleza conectada y en línea de su red le permite ofrecer contenido y oportunidades de inversión directamente a sus consumidores durante todo el año. Además de comprar juegos completos o suscripciones, los jugadores pueden invertir comprando contenido adicional dentro del juego. Estas líneas de ingresos digitales tienden a ser más recurrentes y tienen márgenes de beneficio relativamente más altos. Además, genera ingresos mediante la oferta de publicidad en algunos de sus juegos.

4.1.2 Valores

En la página web de Activision Blizzard (2023), la compañía realiza la siguiente declaración de valores: Diversidad, igualdad e inclusión: "La diversidad alimenta la innovación, por eso estamos creando un ambiente donde se abrazan, valoran, celebran y siempre se reciben las diferencias. Nuestro mejor trabajo surge de una cultura en la cual nuestros empleados traen consigo sus auténticos y mejores yo. Trabajamos arduamente para crear un entorno que fomente y celebre esta creencia."

4.2 Unidades de negocio

La compañía se encuentra estructurada en tres unidades de negocio, cada una relacionada con los grandes estudios desarrolladores de videojuegos que la integran:

1. **Activision:** Activision es un destacado desarrollador, editor y distribuidor de entretenimiento interactivo a nivel mundial para diversas consolas de videojuegos, plataformas portátiles y PC, incluyendo franquicias exitosas como Call of Duty®, Crash® y Spyro™. Desarrolla y distribuye contenido tanto premium como gratuito, y por lo tanto sus ventas provienen principalmente de la venta de videojuegos premium, venta de contenido dentro de los videojuegos, y por el pago de regalías por parte de otras compañías que distribuyen contenido de Activision.
2. **Blizzard Entertainment:** Blizzard Entertainment es un destacado desarrollador y editor de software de entretenimiento, reconocido por crear algunos de los juegos más aclamados por la crítica en la industria, incluyendo World of Warcraft®, Overwatch®, Hearthstone®, StarCraft® y Diablo®. Asimismo, Blizzard tiene la propiedad de la plataforma de videojuegos Battle.net®. Esta unidad de negocios desarrolla y distribuye contenido premium y gratuito, y sus ingresos provienen principalmente de la venta de videojuegos premium, venta de contenido dentro de los videojuegos, suscripciones, y pago de regalías por parte de otras compañías que distribuyen contenido de Blizzard.
3. **King:** King es el desarrollador de juegos móviles detrás de la famosa franquicia Candy Crush™, así como de juegos móviles como Farm Heroes™, Bubble Witch™ y Pet Rescue™.

Esta unidad de negocios desarrolla y distribuye principalmente contenido gratuito, y sus ingresos provienen de la venta de contenido y servicios publicitarios dentro de los videojuegos. En la Ilustración 20 se puede observar la evolución de las ventas para cada una de estas unidades de negocio durante el período 2017-2021.



Ilustración 20: Ventas de Activision Blizzard por división (2017-2021)

4.3 Productos

Activision Blizzard desarrolla y distribuye contenido y servicios de entretenimiento interactivo, principalmente para consolas, PC y dispositivos móviles, los cuales comercializa principalmente mediante canales de distribución digitales. Los principales productos y servicios que componen la cartera de la compañía son:

- *Premium full-games* o juegos completos premium: luego de la adquisición del videojuego, el cliente accede al contenido completo.
- *Free-to-play* o juegos gratis: típicamente el cliente puede descargar y jugar gratis al videojuego.
- *In-game content* o contenido dentro de los videojuegos: disponibles tanto en videojuegos premium como en videojuegos gratuitos, son micro transacciones o contenido descargable opcional que mejoran la jugabilidad o agregan características especiales a la experiencia de juego.
- *Suscriptions* o suscripciones: jugadores de World of Warcraft deben pagar una suscripción para acceder al videojuego.
- *Advertising services* o servicios de publicidad: otras compañías pueden publicitar a la audiencia de clientes de la compañía, principalmente dentro de los videojuegos gratuitos.

Esta diversidad de productos ha permitido a la compañía reducir la estacionalidad de sus ventas históricamente asociada al lanzamiento de videojuegos premium, generando ventas más estables y recurrentes.

4.4 CEO: Bobby Kotick (2008 – 2023)

Bobby Kotick fue el Director y CEO de Activision, Inc. desde febrero de 1991 hasta julio de 2008, cuando se convirtió en CEO de Activision Blizzard en relación con la fusión de Activision y Vivendi Games.

Además de sus responsabilidades como CEO de Activision Blizzard, Kotick también es miembro de la junta directiva de la Harvard Westlake School y presidente del comité de Fideicomisarios del Museo de Arte del Condado de Los Ángeles, donde también se desempeña como vicepresidente de la junta directiva. Además, Kotick es el fundador y co-presidente del Call of Duty Endowment.

Luego de aprobarse la adquisición de Activision Blizzard por parte de Microsoft en 2023, la compañía anunció que Bobby dejará su cargo el 29 de diciembre de 2023, y el liderazgo de Activision Blizzard pasará a manos de Matt Booty.

5 Adquisición de Activision Blizzard

5.1 Descripción general de la transacción

El 18 de enero de 2022, Microsoft anunció su intención de adquirir la compañía de videojuegos Activision Blizzard, en una transacción en 100% efectivo por \$68.7 mil millones de dólares estadounidenses, constituyéndose como la transacción de mayor magnitud en la historia de la compañía, como se puede observar en la Ilustración 21.



Ilustración 21: Ranking de las 10 mayores adquisiciones de Microsoft

En efecto, Microsoft ofreció \$95 por acción, valor que implicaba un 45% de premium respecto al precio de las acciones de Activision Blizzard el 14/01/2022, y un 12% por encima del precio promedio de la acción en 2021. En consecuencia, el día del anuncio las acciones de la target reaccionaron subiendo un 26% como se observa en la Ilustración 22.



Ilustración 22: Precio de la acción de ATVI y reacción post anuncio

Esta transacción implica que, posterior a la fusión, Microsoft Gaming se posicionará como la tercer mayor compañía de video juegos en el mundo por ventas, luego de Tencent Games, perteneciente al grupo Tencent Holding, y Sony Interactive Entertainment, perteneciente al grupo Sony Group Corporation.

De acuerdo con Satya Nandella (2022), el CEO de Microsoft, la decisión de inversión se encuentra motivada por crear un ecosistema de videojuegos próspero, donde el contenido de calidad mundial pueda llegar más fácilmente a cada jugador en todas las plataformas de videojuegos.

Asimismo, Nandella (2022) indica, en referencia a la estrategia detrás de cada decisión de adquisición que Microsoft realiza, que el proceso inicia analizando la misión de cada compañía y cómo se complementan. Las declaraciones de misión de ambas compañías son:

- La misión de Microsoft es empoderar a cada persona y a cada organización en el planeta para lograr más.
- La misión de Activision Blizzard es conectar e involucrar al mundo a través de entretenimiento épico.

De esta manera, una vez integradas ambas compañías, la ambición de Microsoft Gaming será llevar la alegría y la comunidad de los videojuegos a todos en el planeta. Esta ambición habla directamente del tamaño del mercado (TAM, total addressable market) al que aspira Microsoft.

Respecto al proceso de integración, Microsoft adelantó que el negocio de Activision Blizzard reportará directamente a Phil Spencer, el CEO de Microsoft Gaming, junto con las divisiones de Xbox Game Studios y ZeniMax Media.

Finalmente, resumimos las características relevantes de la transacción en la Tabla 7.

Tabla 7: Resumen de la transacción

Comprador	Microsoft Corporation
Tipo de comprador	Estratégico/corporativo
Compañía target	Activision Blizzard Inc.
Fecha de anuncio	18 de enero de 2022
Fecha de finalización	13 de octubre de 2023
Tipo de transacción	Adquisición y absorción de las acciones de ATVI y desliste de la compañía del Nasdaq (OPA).
Precio	Enterprise Value (EV) ofrecido: \$68.7 mil millones de dólares estadounidenses. Este valor de EV es equivalente a un precio unitario por acción de \$95, lo cual implicó un 45% de premium en el día del anuncio, y un 15% superior al precio promedio del 2021.
Forma de pago	Transacción realizada 100% en efectivo.
Estado	Aprobada. La transacción finamente fue aprobada por el Competition and Markets Authority (CMA), organismo de UK, el 13 de octubre de 2023.
Estructura organizacional	Activision Blizzard reportará a Phil Spencer, el CEO de Microsoft Gaming, junto con las divisiones de Xbox Game Studios y ZeniMax Media.
Reporte financiero	Los resultados de Activision Blizzard serán reportados dentro de la unidad de negocios Microsoft Gaming.
Impacto financiero	Non-GAAP EPS accretive al cierre.

Fuente: Elaboración propia

5.2 Prospectos de la industria de videojuegos

De acuerdo con First Research (2021), la industria de gaming (*entertainment & games software*) constituye un segmento significativo del entretenimiento global, con ingresos que ascienden a aproximadamente \$120 mil millones de dólares por año y que se espera que continúen creciendo a una tasa real anual compuesta (CAGR) del 4% en el período 2021-2025.

Utilizando la tasa de inflación breakeven de 5 años (*5-Year Breakeven Inflation Rate*) de Estados Unidos informada por Federal Reserve Bank of St. Louis al 31 de diciembre de 2021 como proxy de la inflación anual priceada por el mercado para el período 2022-2025, podemos ajustar las

proyecciones de crecimiento de la industria estimadas por First Research a dólares nominales. Para ello, utilizaremos la ecuación de Fisher (2009):

$$(1 + i) = (1 + r) \times (1 + \pi), \text{ Fisher (2009)}$$

, donde:

- i : crecimiento nominal de la industria. Este es el valor que buscamos determinar.
- r : crecimiento real de la industria. Este es el valor reportado por First Research.
- π : inflación. Utilizamos como proxy la 5-Year Breakeven Inflation Rate) de Estados Unidos informada por Federal Reserve Bank of St. Louis, cual fue del 2.87% al 31 de diciembre de 2021.

Esta proyección ajustada, la cual se presenta en la Ilustración 23, será utilizada en este trabajo para estimar el potencial crecimiento de ventas de Activision Blizzard en el mismo periodo.

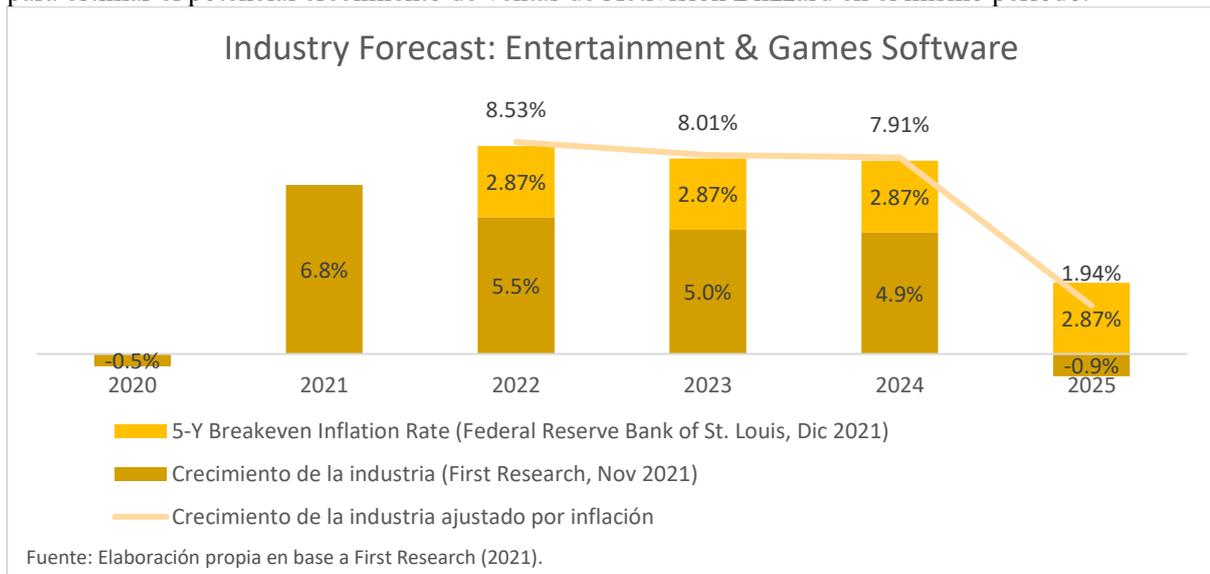


Ilustración 23: Crecimiento proyectado de la industria de Entertainment & Games Software

Esta dinámica industria está impulsada por el constante avance tecnológico y una demografía de jugadores cada vez más amplia, factores que demandan una innovación constante por parte de las empresas desarrolladoras. La demanda en esta industria está principalmente influenciada por el ingreso personal y las características demográficas de los *gamers*.

Asimismo, Bloomberg (2023) destaca que se observa una tendencia en la industria del entretenimiento que indica una transferencia de usuarios desde el entretenimiento pasivo que ofrecen las plataformas de *streaming* (Netflix, Amazon Prime, HBO+, Disney+) hacia el entretenimiento interactivo que ofrece la industria de los videojuegos. Debido a estas tendencias, el nivel de atraktividad de la industria es considerablemente elevado, estimulando a las grandes empresas tecnológicas a buscar ingresar y competir en la misma. En efecto, se espera que Netflix y Disney lancen sus plataformas de videojuegos próximamente.

Efectivamente, según Satya Nandella (2022), videojuegos es la categoría de mayor tamaño y la que más rápidamente está creciendo dentro de la industria del entretenimiento en el mundo. En 2022 había tres mil millones de jugadores en el mundo, y se esperan que para 2030 haya cuatro mil quinientos millones.

Empresas destacadas en este ámbito, como Activision Blizzard, Electronic Arts, Take-Two Interactive y Microsoft en Estados Unidos; Nintendo y Sony en Japón; Tencent en China; y Ubisoft en Francia, son responsables de crear videojuegos y software de entretenimiento que compiten no solo entre sí, sino también con otras formas de entretenimiento electrónico y no electrónico.

La participación de mercado de las mayores tres compañías fue tan solo del 29% en 2022 como se observa en la Ilustración 24. Esto sugiere que se trata de un mercado con diversos jugadores en el que la competencia se encuentra fragmentada, las participaciones de mercado pueden fluctuar

sustancialmente si algún competidor ofrece productos innovadores o implementa estrategias efectivas, y la competencia por la capturar suscriptores es intensa.



Ilustración 24: Participación de mercado de las mayores compañías de videojuegos en 2022

5.3 Motivaciones estratégicas

A continuación, analizaremos las posibles razones estratégicas de Microsoft detrás de la adquisición de mayor magnitud de su historia utilizando las herramientas desarrolladas en la sección 2.6.

5.3.1 Análisis de cinco fuerzas de Porter y estrategias genéricas

En esta sección aplicaremos el marco teórico desarrollado el capítulo 2.6.3 para analizar el nivel de atractividad de la industria de videojuegos y las ventajas competitivas de Microsoft basándonos en las cinco fuerzas de Porter:

1. Rivalidad entre competidores existentes en la industria de videojuegos: Alta.
 - La industria de los videojuegos es altamente competitiva y compite por la atención del consumidor con otras industrias de entretenimiento. Microsoft detalla en su reporte anual del año 2023 que los siguientes son sus competidores clave:
 - Competidores de Xbox y servicios de videojuegos en la nube: Amazon, Apple, Meta (Facebook), Tencent. Estas empresas ofrecen sus propias plataformas de juegos en la nube y ecosistemas de *gaming* en línea.
 - Competidores de la consola Xbox: Nintendo y Sony (PlayStation). Estos son proveedores consolidados de consolas de videojuegos con una base de clientes establecida.
 - Otras plataformas de entretenimiento: Proveedores de servicios de entretenimiento, como plataformas de *streaming* de video, compiten por la atención del consumidor. Ejemplo: Netflix, Prime Video, Disney+.
 - La adquisición de Activision Blizzard por parte de Microsoft intensificaría la competencia, ya que consolidaría dos de los grandes jugadores de la industria. Podemos intuir que esta decisión constituye un movimiento ofensivo por parte de Microsoft para mejorar su posición competitiva respecto a sus rivales.
2. Amenaza de ingreso de nuevos participantes: Moderada a Baja.
 - Las barreras de entrada son altas, dado que los competidores actuales son compañías de gran envergadura, trayectoria y reputación, con base de suscriptores fieles, librerías de juegos exitosos (diferenciación de productos), ventajas de economías de escala y con acceso a canales de distribución. Adicionalmente, entrar en la industria de los videojuegos implica invertir significativos recursos financieros debido a los altos costos de desarrollo, marketing y distribución. Por último, nuevas empresas pueden esperar gran represalia por parte de los competidores consolidados.

- Sin embargo, con la creciente importancia de los juegos móviles y la digitalización, el riesgo de ingreso de nuevos competidores no es despreciable. De esta manera, otras empresas tecnológicas de gran envergadura y con recursos suficientes podrían ingresar a la industria o innovar con productos que compitan con esta. Un ejemplo es Meta, compañía que decidió destinar recursos considerables en el desarrollo del metaverso y los juegos de realidad virtual.
3. Poder de negociación de los compradores: Bajo.
 - El consumidor se encuentra atomizado, sin posibilidad de negociar el precio de los servicios de suscripciones, consolas y videojuegos. Mas bien, es un tomador de precios.
 4. Poder de negociación de los proveedores: Bajo.
 - Los proveedores en la industria de los videojuegos incluyen fabricantes de hardware (como procesadores, tarjetas gráficas, consolas), proveedores de software (plataformas de desarrollo, motores de juego), y otros servicios (como servidores para juegos en línea).
 - Dependiendo el nivel de integración vertical de cada competidor, el poder de negociación de sus proveedores puede ser considerado Moderado o Bajo.
 - Microsoft tiene un elevado nivel de integración vertical en la industria, dado que fabrica y comercializa su propia consola (hardware), desarrolla software, provee servicios basados en la nube y es propietaria de diversos estudios de desarrollo de videojuegos.
 - Por lo tanto, posicionándonos en el lugar de Microsoft, el poder de negociación de los proveedores luce bajo. Sin embargo, para algunos de sus competidores como Sony o Nintendo, posiblemente el poder de negociación de los proveedores sea moderado.
 5. Amenaza de productos sustitutos: Baja.
 - A pesar de la competencia de otros entretenimientos digitales, como el *streaming* o la realidad virtual, los videojuegos tienen su propia base de seguidores leales, lo que hace que la amenaza de sustitución directa sea baja.
 - Sin embargo, es importante reconocer que otras formas de entretenimiento digital compiten por la captura de nuevos suscriptores y por la atención de los suscriptores actuales, pudiendo afectar el tiempo que estos dedican a los videojuegos.

En la Ilustración 25 se representa gráficamente el resultado del análisis indicando el nivel de riesgo que representa cada una de las cinco fuerzas competitivas para Microsoft.

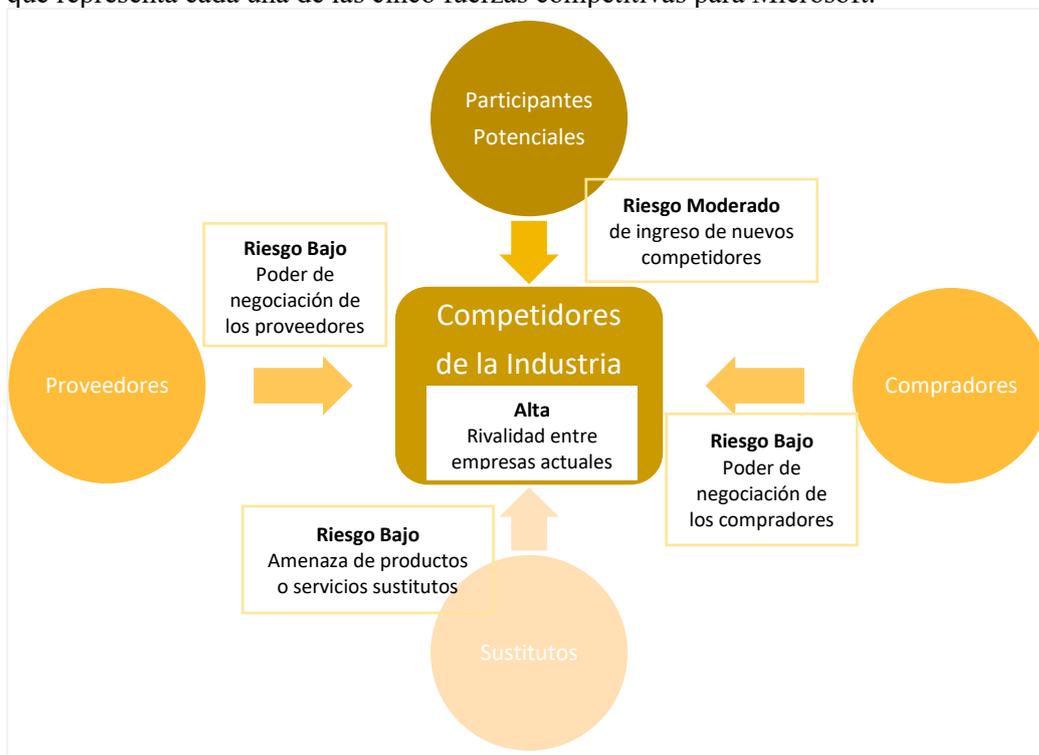


Ilustración 25: Cinco fuerzas de Porter aplicadas a la industria de videojuegos

Basándonos en esta herramienta y en los prospectos de la industria detallados en la sección 5.2, podemos concluir que para Microsoft la industria de los videojuegos es atractiva debido a la fuerte y creciente demanda de entretenimiento digital interactivo, el crecimiento de los juegos móviles y la comunidad global de jugadores. Sin embargo, es altamente competitiva debido a la rivalidad entre competidores existentes y la amenaza de nuevos participantes.

Asimismo, se identifica la adquisición de Activision Blizzard como una acción ofensiva que presumiblemente forma parte de su estrategia competitiva para consolidar una posición defendible contra las cinco fuerzas competitivas. En efecto, la adquisición altera el equilibrio en la industria en favor de Microsoft de la siguiente manera:

- Fortalece la diferenciación del producto que Microsoft ofrece al incorporar contenido de calidad a su librería de videojuegos, incrementando el valor percibido por los suscriptores de Xbox Game Pass y los clientes de la consola Xbox.
- Mejora la posición relativa de la compañía frente a sus competidores. Con esta adquisición, Microsoft se consolidaría como la tercera compañía de videojuegos en ventas, detrás de Tencent Games y Sony.
- Si bien se trata de una integración horizontal, esta robustece el nivel de integración vertical de la compañía al absorber los estudios de videojuegos de Activision Blizzard, lo cual genera sinergias entre hardware, software y servicios.
- Permite capturar sinergias de costos, de ventas y de capital, mejorando sus márgenes.
- Robustece la presencia de Microsoft en los videojuegos móviles, al incorporar el estudio de desarrollo de videojuegos móviles King como parte de la adquisición.
- Incrementa la base de suscriptores de Xbox Game Pass al permitirle a Microsoft obtener acceso a la gran base de jugadores y suscriptores de Activision Blizzard.

Desde el punto de vista de las estrategias genéricas, podríamos argumentar que se trata de una estrategia combinada de Diferenciación y Liderazgo Global en Costos, dado que por el tamaño relativo de Microsoft Gaming y Activision Blizzard se trata de una transacción que escala la unidad de negocios, y asimismo le permite diferenciar su producto de la competencia al incorporar contenido multiplataforma y de calidad a su librería.

Por último, algunas de las ventajas competitivas que observamos en Microsoft frente a la competencia son:

- Escala y alcance global: Microsoft tiene una amplia presencia global y una base de usuarios considerable con su marca Xbox, lo que le brinda una ventaja en términos de alcance y distribución de contenido.
- Tecnología y servicios de nube: Azure, la plataforma en la nube de Microsoft, puede respaldar y potenciar la infraestructura de juegos en la nube, lo que podría ofrecer una experiencia de juego innovadora y escalable.
- Fortaleza financiera: Microsoft cuenta con recursos financieros significativos que le permiten invertir en desarrollo de juegos, adquisiciones estratégicas y marketing, lo que le permitiría reposicionarse y fortalecer su posición de liderazgo en la industria. La adquisición de Activision Blizzard es una clara muestra de ello.
- Control del ecosistema: Microsoft tiene el control sobre múltiples aspectos de la cadena de valor de los videojuegos, desde la producción de hardware hasta la creación y distribución de juegos y plataformas.
- Sinergias y colaboración: La integración horizontal y vertical le permiten a Microsoft generar sinergias entre hardware, software y servicios. Puede diseñar sus consolas Xbox para optimizarlas con su software y servicios, lo que potencialmente mejora la experiencia del usuario.

5.3.2 Análisis FODA

A continuación, aplicaremos la herramienta desarrollada en la sección 2.6.4, para realizar un análisis FODA de Microsoft en la industria de los videojuegos, centrándonos en la adquisición de Activision Blizzard. El análisis tiene el propósito de soportarnos para arribar a conclusiones respecto al nivel de atractividad de la industria, ventajas competitivas de Microsoft y Activision Blizzard dentro

de la misma, y por lo tanto nos ayudará a determinar potenciales razones estratégicas detrás de esta transacción.

Fortalezas:

- Prestigio de la marca: Microsoft es una de las empresas tecnológicas más reconocidas a nivel global.
- Escala y alcance global: Microsoft tiene una amplia presencia global y una base de usuarios considerable con su marca Xbox, lo que le brinda una ventaja en términos de alcance y distribución de contenido.
- Robusto ecosistema de videojuegos: Microsoft tiene una fuerte presencia en la industria de la tecnología y los videojuegos con su consola Xbox, servicios en la nube como Xbox Live, Xbox Game Pass y xCloud.
- Base de suscriptores: en enero de 2022 Microsoft anunció que el número de suscriptores de Microsoft Game Pass alcanzó los 25 millones. Estos suscriptores tendrían acceso a la librería de juegos de Activision Blizzard, lo cual posiblemente incrementaría la percepción del valor de la suscripción.
- Amplia oferta de contenido: Con la adquisición de Activision Blizzard, sumaría franquicias reconocidas como Call of Duty, Warcraft, Diablo y Overwatch, fortaleciendo su biblioteca de juegos exclusivos.
- Capacidad financiera: La solidez financiera de Microsoft le brinda la capacidad de realizar adquisiciones estratégicas a gran escala, como la compra de Activision Blizzard, así como los recursos necesarios para invertir en el desarrollo de nuevos contenidos.
- Comprador experimentado: como vimos en la sección 3.3, Microsoft es una de las empresas tecnológicas más activas y experimentadas en la industria de fusiones y adquisiciones. Dada la relevancia de la ejecución de los procesos de integración en la captura del valor esperado de una adquisición, la experiencia de Microsoft en este tipo de transacciones es sin dudas una fortaleza.

Oportunidades:

- Acompañar el crecimiento de la industria: La industria de los videojuegos está en constante crecimiento, y la adquisición de Activision Blizzard podría permitir a Microsoft capturar una parte aún mayor de este mercado en expansión.
- Mejorar la propuesta de valor: la adquisición de Activision Blizzard permitiría a Microsoft ampliar su librería de videojuegos incluida dentro de la suscripción de Xbox Game Pass, incorporando contenido atractivo y exclusivo.
- Incrementar la cuota de mercado: la mejora en la propuesta de valor de Xbox Game Pass debida a la incorporación de la prestigiosa librería de videojuegos de Activision Blizzard le da la oportunidad a Microsoft de capturar suscriptores de la competencia, incrementando así su cuota de mercado.
- Capturar sinergias de costos y capital: La adquisición de Activision Blizzard permite la optimización de recursos financieros y la reducción de costos operativos al eliminar la duplicación de funciones o infraestructura compartida entre las empresas.
- Apalancar desarrollo de contenido: La unión de Activision Blizzard con Microsoft proporciona una plataforma para compartir tecnología y recursos, acelerando así la producción y el desarrollo de nuevos juegos y contenido.
- Expandirse al mercado de juegos móviles: A través de la oferta de videojuegos móviles de la unidad de negocios King perteneciente a Activision Blizzard, Microsoft tiene la oportunidad de ingresar y expandirse en el mercado de juegos móviles, aprovechando la creciente base de usuarios de dispositivos móviles y alcanzando una mayor audiencia.
- Adquirir talento: absorción del personal talentoso de Activision Blizzard, lo que fortalecería aún más el potencial de desarrollo y la calidad del contenido.
- Innovación tecnológica: La combinación de recursos y talentos de ambas compañías podría conducir a la creación de nuevos avances tecnológicos y experiencias de juego innovadoras.
- Integración vertical y horizontal: Al unir Activision Blizzard con su ecosistema, Microsoft obtendría control directo sobre el desarrollo, publicación y distribución de juegos, lo que podría aumentar la calidad y cantidad de contenido exclusivo para Xbox.

Debilidades:

- **Tamaño:** El gran tamaño de Microsoft puede atraer más escrutinio regulatorio debido a preocupaciones antimonopolio o de competencia.
- **Dependencia del hardware:** A pesar del éxito de Xbox, Microsoft sigue siendo en parte dependiente de las ventas de consolas para impulsar sus ingresos en el sector de los juegos.

Amenazas:

- **Integración:** La integración de Activision Blizzard puede enfrentar desafíos de gestión y culturales, lo que puede llevar a dificultades en la consolidación y optimización de los recursos, y en la captura del valor esperado de la transacción.
- **Competencia:** Otras grandes empresas de tecnología, como Meta, Apple, Google, Sony, Nintendo y las empresas emergentes en el espacio de los juegos en la nube, pueden seguir compitiendo en el mercado, lo que podría obstaculizar el crecimiento de Microsoft en este sector.
- **Sustitutos:** otras formas de entretenimiento digital compiten por la captura de nuevos suscriptores y por la atención de los suscriptores actuales, pudiendo afectar el tiempo que estos dedican a los videojuegos.
- **Disinergias:** Existe el riesgo de enfrentar desafíos operativos durante la integración debido a diferencias en sistemas, estructuras organizativas o procesos, lo que podría generar ineficiencias y conflictos.
- **Pérdida de suscriptores de Activision Blizzard:** La adquisición de Activision Blizzard por parte de Microsoft podría generar incertidumbre entre los suscriptores, y parte de ellos puede no estar interesado en el servicio de Xbox Game Pass, lo que posiblemente cause la pérdida de algunos, especialmente si la transición no se maneja adecuadamente.
- **Integración cultural:** Las diferencias culturales entre Microsoft y Activision Blizzard pueden generar conflictos en la toma de decisiones, la colaboración y la adopción de una visión y misión común, lo que podría afectar el rendimiento y la moral de los empleados.
- **Pérdida de talento:** Parte del personal clave de Activision Blizzard puede optar por dejar la empresa debido a la incertidumbre sobre el cambio en la cultura corporativa, la dirección futura o las redundancias laborales, lo que podría afectar la capacidad de innovación y desarrollo de nuevos juegos.
- **Regulación y aprobación:** La adquisición de Activision Blizzard está sujeta a la aprobación regulatoria, y los desafíos antimonopolio podrían ralentizar o detener el proceso.

A continuación, se resumen el análisis en la Ilustración 26.

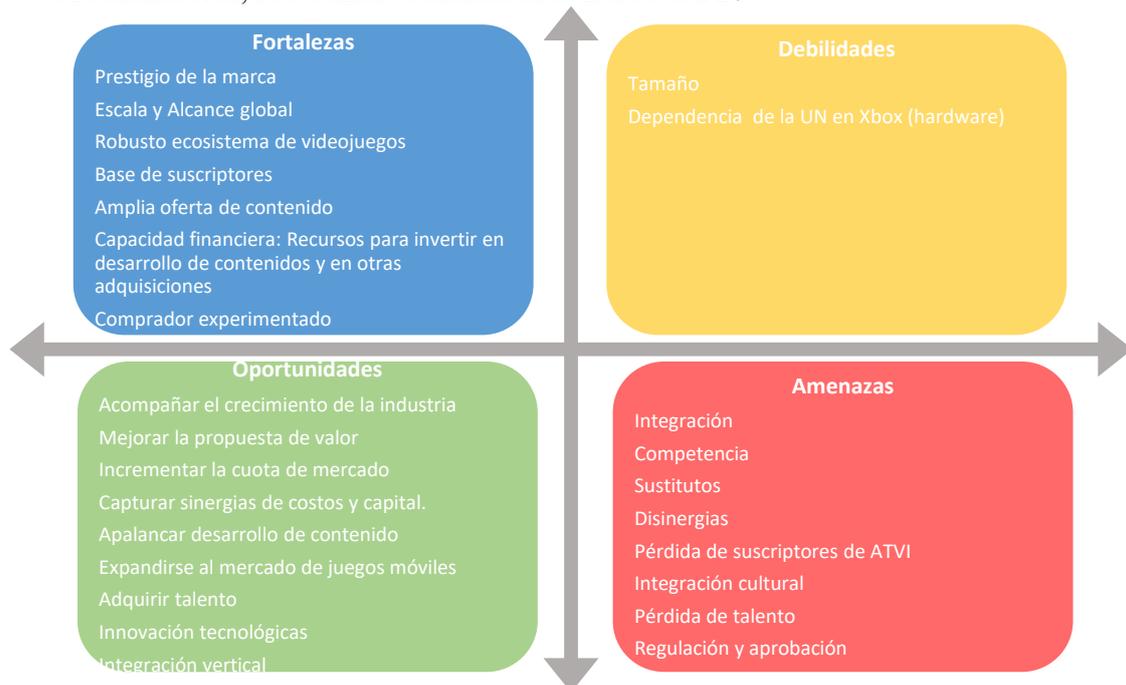


Ilustración 26: Matriz FODA aplicada a la transacción

A partir de esta herramienta hemos podido identificar los factores internos (Fortalezas y Debilidades) y externos (Oportunidades y Amenazas) que influyen en el posicionamiento competitivo de Microsoft en la industria de videojuegos. A partir de esto, podemos deducir que Microsoft decidió avanzar con la adquisición de Activision Blizzard con el objeto de:

- Apalancar sus fortalezas en la transacción: prestigio, escala y alcance global, base de suscriptores, capacidad financiera, experiencia en procesos de fusiones y adquisiciones.
- Reducir la dependencia de la unidad de negocio en la venta de consolas Xbox: Activision Blizzard es un desarrollador de videojuegos multiplataforma. La absorción de la compañía redefinirá el perfil de ventas de la unidad de negocios de Microsoft Gaming reduciendo su dependencia en la venta de consolas y aportando contenido compatible con otras consolas.
- Robustecer su propuesta de valor centrada en Xbox Game Pass mediante: incorporación de juegos exitosos a su librería, integración de estudios desarrolladores de videojuegos, fortalecimiento de presencia en videojuegos móviles.
- Repositionarse como un líder en la industria de videojuegos: luego de la adquisición, se posicionaría como la tercera compañía de videojuegos a nivel mundial en ventas.
- Mejorar rentabilidad al capturar y continuar integrándose horizontal y verticalmente, capturando sinergias de costos, ventas y capital mediante la transacción.

Todo esto robustecería su posición competitiva en la industria, sentando las bases para incrementar su cuota de mercado al ofrecer un producto diferencial y de mayor valor, y reducir la amenaza que sus competidores representan.

Es crítica la formulación y ejecución de un plan de integración en la materialización de la estrategia y la captura del valor de la transacción. El tamaño relativo de las empresas y las diferencias culturales generan desafíos en el proceso de integración a los cuales el equipo de integración debe estar atento.

5.3.3 Racional de la transacción

Basándonos en la matriz presentada en la sección 2.6.6, lo primero que podemos concluir es que Activision Blizzard opera en los mismos mercados que la división de Gaming de Microsoft. Por lo tanto, no se trataría de una transacción del tipo Transformacional.

Por otro lado, al analizar el tamaño relativo de ambas compañías, en primera instancia podemos determinar que se trata de una transacción de Incorporación o *Tuck-In* para Microsoft, siendo la capitalización bursátil de Microsoft aproximadamente 30 veces superior a la de Activision Blizzard al anunciarse la transacción el 18 de enero de 2022, como se observa en la Ilustración 27.

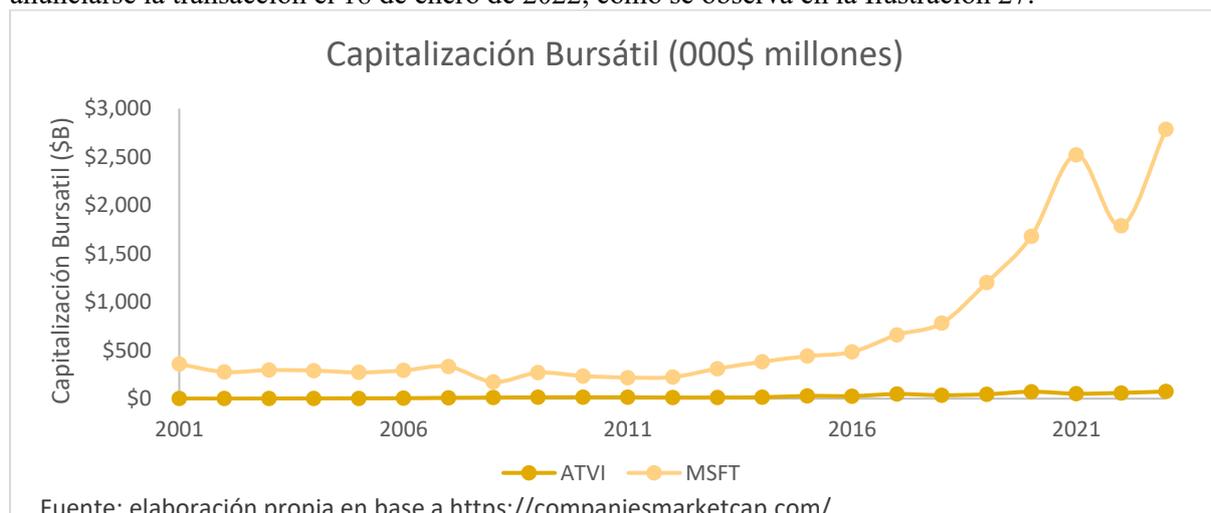


Ilustración 27: Capitalización bursátil de Microsoft y Activision Blizzard

Sin embargo, si nos enfocamos solo en la unidad de negocios de Microsoft Gaming, podríamos argumentar que la transacción es más bien de Escala o Consolidación, dado que Activision Blizzard es un jugador de relevancia significativa en la industria de videojuegos. En efecto, las ventas de Microsoft Gaming eran aproximadamente el doble a las de Activision Blizzard al momento de anunciarse la

transacción, como se observa en la Ilustración 28, por lo tanto, una vez finalizada la absorción la escala del negocio se verá incrementada sustancialmente.

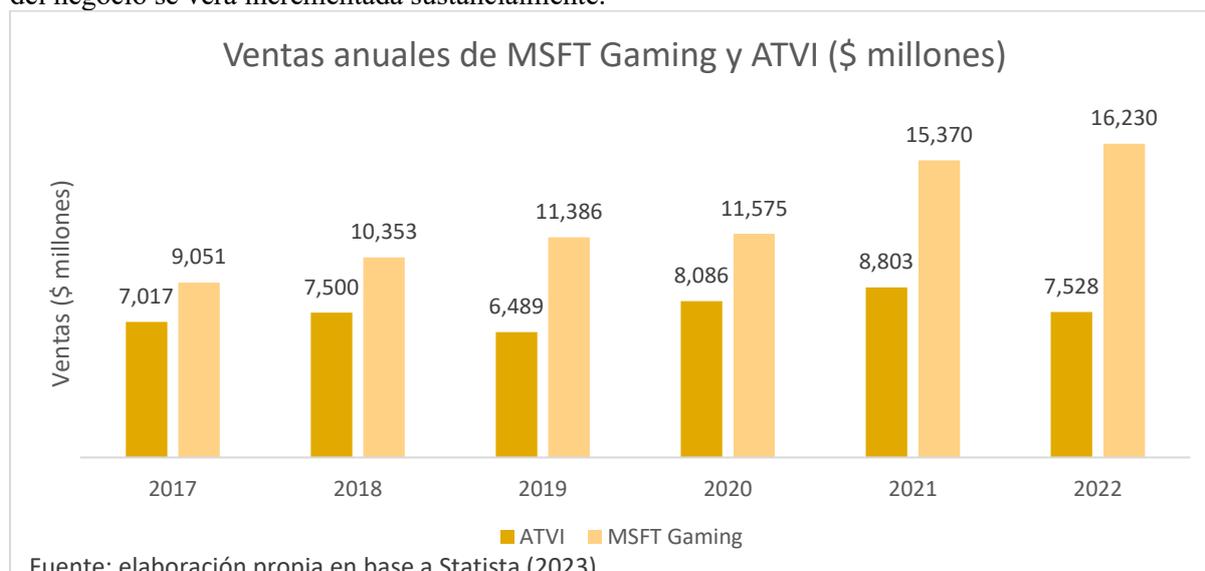


Ilustración 28: Ventas de Microsoft Gaming y Activision Blizzard

Como vimos en la sección 2.6.6.2, la creación de valor en una transacción de escala generalmente proviene de sinergias de costos, ventas y/o reducción de capital, buscando escalar el negocio aprovechando la misma infraestructura y estrategia de mercado para incrementar la rentabilidad del negocio y la participación de mercado. Este tipo de transacciones se alinea con la estrategia genérica de liderazgo de costos de Porter descrita en la sección 2.6.3.

Debido a que el foco en la captura de valor para este tipo de transacciones está en las sinergias, la identificación, modelado y valuación objetiva de estas es el aspecto más crítico del proceso de diligencia, y debe servir de guía para evitar pagar un precio excesivo. Por otro lado, para la materialización de estas sinergias es fundamental que se formule e implemente un plan de integración alineado con la estrategia detrás de la transacción.

Asimismo, es válido señalar que la transacción tiene una arista de crecimiento estratégico, dado que le permite a Microsoft consolidar una posición relevante en la gama de videojuegos móviles gracias a la absorción del estudio desarrollador de videojuegos móviles King Digital Entertainment como parte de la adquisición.

Por último, en la Tabla 32 (Anexos) se incluye un análisis del racional de la transacción intentando posicionarnos en el lugar de los directivos de Microsoft para responder las preguntas planteadas por Salsberg and Krusch (2019) para maximizar el valor de toda transacción.

5.3.4 Análisis de la transacción según las matrices de Ansoff, GE-McKinsey y BCG

5.3.4.1 Matriz de Ansoff o Crecimiento/Participación

Basándonos en la Matriz de Ansoff, resulta evidente que la adquisición de Activision Blizzard forma parte de una estrategia de Penetración de Mercado, dado que la división Microsoft Gaming opera en los mismos mercados y en la misma gama de productos que Activision Blizzard. En ese sentido, la implementación de esta estrategia tiene como objetivo incrementar la cuota en el mercado y reposicionar a Microsoft Gaming como un líder en la industria de videojuegos. En la Ilustración 29 se representa la matriz resultante.



Ilustración 29: Matriz de Ansoff aplicada a la adquisición de Activision Blizzard

5.3.4.2 Matriz de GE-McKinsey

Como vimos en la sección 2.6.7.2, la matriz de GE-McKinsey puede resultar de gran utilidad para una corporación de la magnitud de Microsoft, con múltiples unidades de negocio, para priorizar en cuales de ellas invertir clasificándolas en base a dos dimensiones críticas: la atractividad del mercado y el nivel de ventaja competitiva de la unidad de negocio en cuestión dentro de dicho mercado.

- Ventaja Competitiva de Microsoft en la industria de videojuegos: Un negocio tendrá ventaja competitiva si cuenta con fortalezas que le permiten ofertar al mercado productos/servicios valorados por el cliente. A lo largo de las secciones 5.3.1 y 5.3.2 hemos destacado las ventajas competitivas y fortalezas de Microsoft Gaming. A modo de conclusión, la unidad de negocios cuenta con ventajas competitivas considerables que se verán intensificadas a raíz de la adquisición, fortaleciendo su posición de liderazgo frente a competidores.
- Grado de atractividad del mercado de videojuegos: Según esta herramienta, el grado de atractividad del mercado/sector representa hasta qué punto se trata de una industria en la que vale la pena estar, ya sea porque la rentabilidad es alta o porque se espera que continúe creciendo la demanda. En base a los prospectos de crecimiento de este mercado detallados en la sección 5.2, concluimos que para Microsoft este mercado es altamente atractivo.

Basados en este criterio y posicionando la unidad de negocios de Microsoft Gaming en la matriz de la Ilustración 30, concluimos que la compañía debe priorizar este negocio al momento de formular su estrategia de asignación de recursos, para impulsar el crecimiento tanto de forma orgánica a través de la investigación y desarrollo, como inorgánicamente mediante adquisiciones como la de Activision Blizzard.

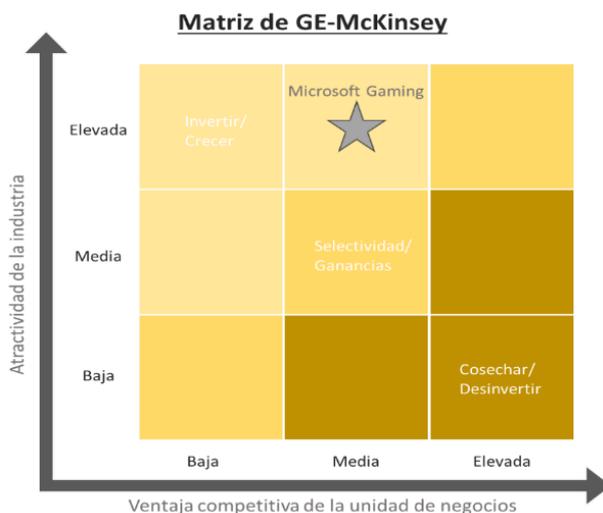


Ilustración 30: Matriz de GE-McKinsey aplicada a la UN Microsoft Gaming

5.3.4.3 Matriz de BCG

En esta sección aplicaremos la Matriz BGC desarrollada en la sección 2.6.7.3 para clasificar los principales productos de Microsoft según las distintas categorías basándonos en dos dimensiones críticas: crecimiento del mercado en el que operan y participación relativa en sus respectivos mercados. La matriz resultante se puede observar en la Ilustración 31.



Ilustración 31: Matriz BGC aplicada a Microsoft

A continuación, nos enfocaremos solo en Microsoft Gaming, siendo el foco de este trabajo.

En primera instancia, respecto a la participación relativa de mercado y basándonos en el análisis realizado en la sección 5.2 y, en particular, en la Ilustración 24, podemos argumentar que si bien Microsoft Gaming es un jugador líder en el mercado de videojuegos, este es un mercado de competencia fragmentada, donde los tres mayores participantes consolidan solo el 29% de la participación de mercado, y particularmente Microsoft Gaming solo el 8%. Por lo tanto, su participación de mercado no es alta.

Cabe señalar que particularmente la consola Xbox podría ser considerado como un producto de alta participación de mercado dado que en el segmento de consolas Xbox consolidó el 27.3% de la participación de mercado como vimos en la Ilustración 16: Participación de mercado: Mercado de consolas (2022), luego de Sony y Nintendo.

Por otro lado, con respecto al potencial de crecimiento del mercado de videojuegos, como vimos a lo largo de este trabajo y en particular en la sección 5.2, se espera un crecimiento elevado, estimándose una tasa CAGR del 9% para los próximos cinco años, y considerándose como la categoría dentro de la industria de entretenimiento que más rápido está creciendo en el mundo.

Por lo tanto, basándonos en el análisis de estas dos dimensiones, posicionamos a Microsoft Gaming dentro de la categoría de “Signos de pregunta”, aclarando que particularmente la consola Xbox podría considerarse dentro de la categoría “Estrellas” dada su elevada participación de mercado.

Los productos dentro de esta categoría son productos con baja cuota de mercado, pero elevado crecimiento y que requieren grandes cantidades de efectivo para crecer. La secuencia ideal para este tipo de productos es incrementar su participación de mercado mientras crecen para eventualmente posicionarse como líderes y pasar a la categoría de “estrellas”.

En efecto, la adquisición de Activision Blizzard es sin lugar a duda una apuesta de Microsoft en su negocio de videojuegos. Esta decisión pareciera formar parte de una estrategia de diferenciación y liderazgo en costos que fortalece las ventajas competitivas de la compañía en una industria atractiva y altamente competitiva, y que potencialmente le podría permitir posicionarse como líder del segmento, transformando Microsoft Gaming y en particular la suscripción Xbox Game Pass, en una estrella.

5.3.5 Agenda estratégica de crecimiento. ¿Por qué Microsoft pudo haber decidido crecer inorgánicamente?

Como hemos visto a lo largo de esta sección, dado que la industria de videojuegos es una industria con cierto grado de madurez y jugadores consolidados, la decisión de complementar el crecimiento orgánico impulsado por la inversión en investigación y desarrollo con la adquisición de Activision Blizzard, probablemente está asociada con la decisión de reposicionar rápidamente a Microsoft Gaming como un líder en el segmento, consolidar su posición de liderazgo frente a otros gigantes de la industria como Tencent, Google, Amazon y Sony, y robustecer su posición en mercados como el de videojuegos móviles.

5.3.6 Conclusión

Luego de utilizar diversas herramientas para analizar desde un punto de vista estratégico la decisión de Microsoft de adquirir Activision Blizzard, podemos esbozar las siguientes conclusiones.

El nivel de atractividad de la industria de videojuegos es alto para Microsoft. Los principales motivos detrás de esta afirmación son:

- La industria de videojuegos es altamente atractiva para Microsoft y forma parte de su foco estratégico desde el lanzamiento de Xbox en 2001. En efecto, la compañía viene fortaleciendo su posicionamiento estratégico a través tanto del crecimiento orgánico invirtiendo en investigación y desarrollo, como el crecimiento inorgánico mediante adquisiciones, entre las que se destacan Mojang (\$2,500 millones, en 2014), ZeniMax Media (\$7,500 millones, 2020) y Activision Blizzard (\$68,700 millones, 2022).
- El segmento de videojuegos es el de mayor tamaño y crecimiento dentro de la industria del entretenimiento. En efecto, en 2022 hubo 3 mil millones de jugadores en el mundo, cifra que se estima que crecerá hasta los 4.5 mil millones en 2030. Por otro lado, se estima que el mercado crecerá a una tasa CAGR del 9% entre 2022 y 2027.
- Algunos vientos de cola que se observan en la industria de videojuegos son:
 - Transferencia de usuarios desde el entretenimiento pasivo al entretenimiento interactivo.
 - Crecimiento de la industria de videojuegos móviles. En 2022 durante un discurso en The Wall Street Journal's Tech Live, Phil Spencer manifestó que el foco de la estrategia de Microsoft Gaming se encuentra en los videojuegos móviles, dado que en el mundo hay 3 mil millones de jugadores en dispositivos móviles, mientras que tan solo 200 millones de consolas.
 - Desarrollo de plataformas de metaverso y realidad virtual, donde los videojuegos tendrán una participación relevante.

En cuanto a las ventajas competitivas de Microsoft, cabe señalar que la adquisición de Activision Blizzard es una acción ofensiva por parte de la compañía, que posiblemente forma parte de una estrategia competitiva que busca robustecer su posición contra las cinco fuerzas competitivas. En efecto, la adquisición altera el equilibrio en la industria en favor de Microsoft, permitiéndole a la compañía potenciar sus ventajas competitivas de la siguiente manera:

- Fortalecer su propuesta de valor y diferenciar su producto de la competencia. Consolidar su modelo de negocio multiplataforma centrado en el suscriptor, reduciendo su dependencia en la venta de consolas Xbox. Asimismo, Xbox Game Pass permitirá a sus suscriptores acceder a una librería de juegos de calidad y renombre mucho más amplia.
- Incrementar su participación de mercado, al capturar la base de suscriptores de Activision Blizzard y posiblemente la de otros competidores que se vean atraídos por la propuesta de valor de Xbox Game Pass. Con esta adquisición Microsoft se consolida como la tercer mayor compañía de videojuegos por ventas, detrás de Tencent Games y Sony.
- Liderazgo en costos: capturar sinergias de costos, ventas y capital, mejorando sus márgenes. Por ejemplo, optimización de costos de desarrollo de contenido, expansión en nuevos mercados y captura de economías de escala.
- Robustecer la posición de Microsoft en el mercado de videojuegos móviles con la incorporación del estudio desarrollador King como parte de la adquisición.
- Incorporar personal talentoso, que sienta las bases para continuar innovando y creciendo orgánicamente.

En referencia al racional de la transacción, cabe destacar que:

- Si bien para Microsoft se trata de una transacción de “Incorporación” por el tamaño relativo de ambas compañías, cuando nos enfocamos en la unidad de negocios de videojuegos la transacción para ser más bien de “Escala”.
- Dado que la industria de videojuegos es una industria con cierto grado de madurez y jugadores consolidados, la decisión de crecer inorgánicamente a través de una transacción de esta magnitud probablemente esté asociada con el objetivo de fortalecer la posición de liderazgo de Microsoft Gaming frente a otros gigantes de la industria como Tencent, Google, Amazon y Sony, y robustecer su posición en mercados como el de videojuegos móviles.

Por último, resulta relevante resaltar que la planificación y gestión de los procesos de integración e implementación resultan sumamente críticos para que el valor esperado de la transacción sea capturado.

5.4 Motivaciones financieras

En esta sección analizaremos las posibles razones financieras de Microsoft para realizar la adquisición de mayor magnitud en su historia. Cabe señalar que los ejercicios de valuación serán realizados posicionándonos al momento de realizar la transacción, es decir, principios de enero de 2022. Asimismo, dada la información disponible al momento de anunciarse la transacción, las valuaciones consideran que Activision Blizzard continuará funcionando como un negocio independiente bajo el liderazgo de Microsoft Gaming. No se asumen reestructuraciones ni cambios en el modelo de negocios de la compañía.

5.4.1 Valuación por DCF

Basándonos en la información disponible al momento de la adquisición de Activision Blizzard por parte de Microsoft, vamos a calcular el valor intrínseco de la target mediante el modelo de flujos de fondos descontados (Discounted Cash Flows o DCF, por sus siglas en inglés) y lo comparemos con el precio de compra ofrecido por MSFT.

Para realizar la valuación utilizaremos como punto de partida las presentaciones anuales de resultados de Activision Blizzard entre los años 2017-2021. Analizando sus estados contables durante los últimos cinco años, podremos encontrar patrones en diversos ratios financieros que nos serán de utilidad para proyectar el potencial comportamiento futuro de sus resultados. El período proyectado es 2022-2027.

5.4.1.1 Paso 1: Determinar la tasa de descuento a utilizar en la valuación

A continuación, se presenta el cálculo de WACC basado en los conceptos definidos en la sección 2.7.2.

Tabla 8: WACC

<u>Costo del equity (r_e)</u>	
Risk free (r_f)	1.51%
Equity Risk Premium (ERP)	5.27%
Unlevered beta (β_{UL}) corrected for cash	0.91
Marginal tax rate (t)	27%
D/E	0.07
Levered beta (β_L)	0.96
<hr/>	
r_e	6.56%
 <u>Costo de la deuda (r_d)</u>	
rd Pre-Tax	3.36%
Effective tax rate	27%
<hr/>	
rd After-Tax	2.45%

Estructura de capital

D/E	0.07
% Equity	93%
% Debt	7%

WACC	6.29%
-------------	--------------

En las siguientes secciones se detalla el cálculo de cada componente de la WACC.

5.4.1.1.1 Costo del equity (r_e):

Para determinar el costo del equity, necesitaremos calcular sus diversos componentes.

1) Risk free (r_f): Como tasa libre de riesgo se toma la yield de un bono del tesoro de Estados Unidos de 10 años (US Treasury 10Yr) informada por Damodaran en su base de datos en enero de 2022, la cual era de 1.51%.

$$r_f = 1.51\% \text{ (Damodaran, 1 Enero 2022)}$$

2) Equity Risk Premium (ERP): siguiendo la metodología propuesta por Damodaran para compañías que operan en diversas regiones, se calcula el promedio ponderado de ERP para las principales regiones donde opera Activision Blizzard. La ponderación se realiza en base a ventas.

Tabla 9: ERP (1 enero 2022) - \$ en millones

Región	Ventas	Peso	ERP	ERP ponderado
US	\$4,313	49%	4.24%	2.08%
Americas (ex US)	\$618	7%	8.20%	0.58%
EMEA	\$2,797	32%	6.10%	1.94%
Asia Pacific	\$1,075	12%	5.55%	0.68%
Total	\$8,803	100%		5.27%

Fuente: Elaboración propia en base a Damodaran (enero 2022) y al 10-k form de Activision Blizzard 2021.

3) Marginal Tax Rate (t): Dado que Activision Blizzard tiene su sede en Estados Unidos, tomaremos la marginal tax rate informada por Damodaran en enero 2022 para Estados Unidos, la cual era del 27%.

$$t = 27\% \text{ (Damodaran, 1 Enero 2022)}$$

4) D/E: Para el cálculo del cociente Deuda/Equity, se utilizan como proxy del valor de mercado de la deuda el valor de libros de la deuda financiera, y el valor del equity se representa con la capitalización de mercado de Activision Blizzard en la fecha de referencia:

$$\frac{D}{E} = \frac{\text{deuda financiera (VL)}}{\text{market cap}} = \frac{3,608}{51,810} = 0.07, \text{ valores al 31 Dic 2021}$$

5) Beta: de acuerdo con lo descrito en la sección 2.7.2.1.1, determinaremos el valor de la beta unlevered corregida por cash de Activision Blizzard utilizando los métodos de: (a) regresión lineal y (b) bottom-up: beta de la industria "Entertainment" (Damodaran), y calcularemos el valor promedio entre ambos. Luego, lo re-apalancaremos a partir de la estructura de capital objetivo utilizando la ecuación de Hamada.

- Regresión Lineal: realizamos un ejercicio de regresión lineal de los retornos mensuales de ATVI y SPY (SPDR S&P 500 ETF Trust) en el período que va desde el 1 de enero de 2017 al 31 de diciembre de 2021 (5 años). Notar que se utiliza al ETF SPY como proxy de los retornos del mercado. El valor de beta (levered) obtenido es 0.66 como se observa en la Ilustración 32.

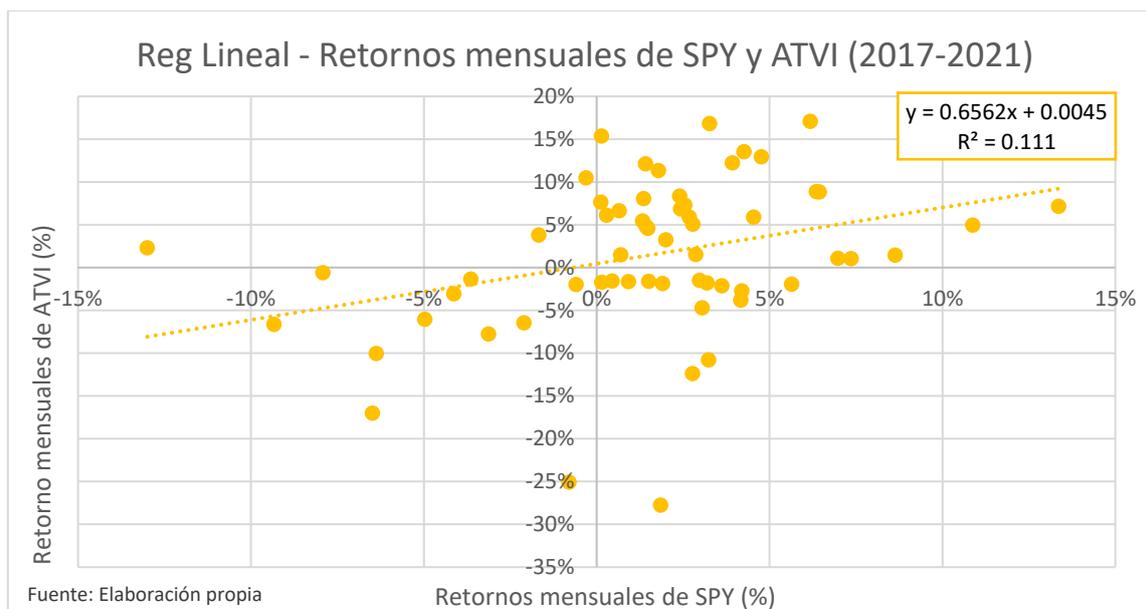


Ilustración 32: Regresión lineal de retornos mensuales de SPY y ATVI (2017-2021)

A continuación, calcularemos la beta unlevered correspondiente en base a la estructura de capital promedio de Activision Blizzard en el período en que se realizó la regresión (01/01/2017 – 31/12/2021), como se observa en la Tabla 10.

Tabla 10: Beta Unlevered – Regresión Lineal - \$ en millones

Regresión Lineal	Promedio 2017-2021
Beta Levered (5Y) - Regresión lineal	0.66
Equity (Market Cap)	\$50,530
Debt (Deuda financiera, VL)	\$3,390
D/E	0.07
Effective Tax Rate %	23%
Beta Unlevered (5Y) – Regresión	0.62
Cash and cash equivalents (Cash)	\$6,760
Firm Value	\$53,920
Cash/Firm Value	0.13
Unlevered Beta Corrected for Cash (5Y)	0.71

Fuente: Elaboración propia en base a 10-k form de 2017, 2018, 2019, 2020, 2021 de Activision Blizzard
 b) Bottom-Up - Industria Entertainment (Damodaran): tomaremos el valor de la beta unlevered corregida por cash informada por Damodaran en enero 2022 para la industria de “Entertainment”, la cual fue de 1.11.

$$\beta_{UL} \text{ corregida por cash} = 1.11 \text{ (Damodaran, 1 Enero 2022)}$$

A continuación, calcularemos el valor promedio de la beta unlevered corregida por cash. Este será el valor que tomaremos en este ejercicio de valuación:

Beta unlevered corregida por cash (5Y) – Regresión lineal	0.71
Beta unlevered corregida por cash (5Y) – Industria Entretenimiento	1.11
Beta Unlevered corregida por cash - Promedio	0.91

Finalmente, determinaremos el valor de la beta levered utilizando la ecuación de Hamada, partiendo del valor de beta unlevered corregida por cash promedio y la estructura de capital target de Activision Blizzard, como se observa en la Tabla 11.

Tabla 11: Beta Levered - \$ en millones

Beta Levered	
Beta Unlevered Corregida por Cash (5Y) - Promedio	0.91
Equity (Market Cap)	\$51,810
Deuda financiera	\$3,608
D/E	0.07
Marginal Tax Rate %	27%
Beta Levered (5Y) – Entertainment	0.96

Fuente: Elaboración propia

5.4.1.1.2 Costo de la deuda (r_d)

Costo de la deuda antes de impuestos (r_d pre-tax): Se toma el valor obtenido al incorporar a la risk-free rate el corporate credit spread promedio correspondiente a la calificación crediticia de Activision Blizzard, la cual en enero de 2022 era Baa1 (Moody's, 2022).

- Risk-free rate: 1.51% (Damodaran, enero 2022)
- Activision Blizzard credit rating: Baa1 (Moody's, 2022)
- Corporate Credit Spread – Baa1: 1.85% (Federal Reserve Bank of St. Louis, 2022)

$$rd \text{ pre-tax} = 1.51\% + 1.85\% = 3.36\%$$

5.4.1.2 Pasos 2 y 3: Estimar las ganancias y FCFF actuales y futuros

5.4.1.2.1 Ventas (Revenue)

Los ingresos provienen de la venta de servicios y contenido de entretenimiento interactivo principalmente para consolas, PC, y dispositivos móviles, así como por el licenciamiento de la propiedad intelectual. La compañía reporta sus ingresos agrupándolos en dos subcategorías:

- Ventas de productos (*Product Sales*): en esta categoría se consolidan las ventas digitales o físicas de videojuegos completos premium.
- Suscripciones, licencias y otros (*subscription, licensing, and other revenues*): aquí se consolidan las ventas por suscripciones, licencias, venta de contenido dentro de los videojuegos, ventas de servicios publicitarios, y otros.

Para realizar la proyección de ventas, asumiremos que la compañía conserva su participación de mercado de 2021, la cual partiendo de las proyecciones de venta globales informadas por First Research (2021) y de las ventas informadas por Activision Blizzard en su reporte anual de 2021, fue del 6.87%. Para estimar el crecimiento de la industria de videojuegos, nos basaremos en las proyecciones presentadas en la Ilustración 23.

En la Ilustración 33 se detallan las ventas observadas en el período 2017-2021 y proyectadas para el período 2022-2025 en base al supuesto mencionado anteriormente. Dada la relevancia de esta hipótesis sobre la participación de mercado, realizaremos un análisis de sensibilidad sobre la misma y su impacto en la valuación, el cual se presenta en la Tabla 24.

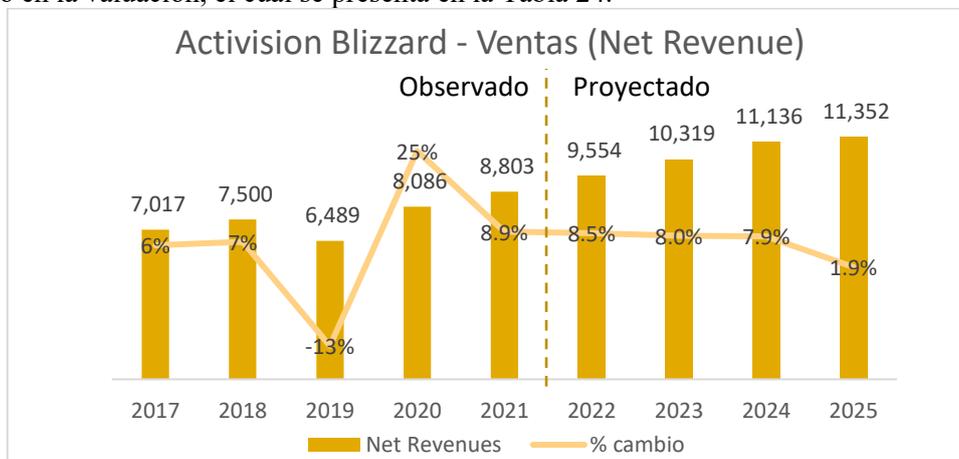


Ilustración 33: Activision Blizzard - Ventas

5.4.1.2.2 Costo de ventas (COGS)

La compañía consolida sus costos de ventas en las mismas subcategorías que las ventas:

- COGS – Venta de productos:
 - Costos de productos: los costos de manufactura de los bienes producidos y vendidos. Esto incluye por ejemplo costo de productos, regalías de fabricación, almacenamiento, distribución, costo del personal, entre otros.
 - Regalías de software y amortizaciones: incluye la amortización de los costos de desarrollo de software capitalizados y regalías asociadas a la venta de productos. Estos costos son capitalizados en el balance sheet hasta el lanzamiento de los videojuegos, momento en que los costos capitalizados comienzan a amortizarse.
- COGS – Suscripciones, licencias y otros:
 - Costos de operación de videojuegos y costos de distribución: se incluyen los costos asociados a la operación de los videojuegos, como por ejemplo atención al cliente, costos de servidor, costo de proveedores de plataformas, entre otros.
 - Regalías de software y amortizaciones: incluye la amortización de los costos de desarrollo de software capitalizados y regalías asociadas a la venta de suscripciones, licencias, contenido dentro de los videojuegos y otros. Estos costos son capitalizados en el balance sheet hasta el lanzamiento de los videojuegos, momento en que los costos capitalizados comienzan a amortizarse.

Es destacable que durante el período 2017-2021, la compañía experimentó un notable incremento en su margen bruto, partiendo de un 64% en 2017 y alcanzando un 74% en 2021. Reconociendo esta mejora de 10%, al proyectar los COGS, utilizaremos el margen bruto promedio de los últimos tres años (71.2%), en lugar del promedio de los últimos cinco años (68.9%). Asimismo, asumiremos que este margen se mantendrá estable a lo largo del período proyectado, tal como se muestra en la Tabla 12.

Tabla 12: COGS y Margen Bruto

	Observado ←					→Proyectado			
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
COGS %	-36%	-34%	-32%	-28%	-26%	-28.8%	-28.8%	-28.8%	-28.8%
Marge Bruto	64%	66%	68%	72%	74%	71.2%	71.2%	71.2%	71.2%

5.4.1.2.3 Gastos Generales (*Overhead Costs*)

Los gastos generales se detallan en la Tabla 13 y se agrupan en tres categorías principales:

- Gastos de desarrollo de productos (*Product development*): durante el período 2017-2021, estos gastos se mantuvieron estables en torno al 15% de las ventas netas. Por ello, a efectos de realizar nuestra proyección, asumiremos que continúan representando el mismo porcentaje que el promedio de los últimos cinco años, es decir, 14.9%.
- Gastos en ventas y marketing (*Sales and marketing*): se observa una optimización significativa del ratio de gastos de ventas y marketing como porcentaje de las ventas netas durante el período 2017-2021, pasando del 20% al 12%. Reconociendo esta mejora, utilizaremos el promedio de los últimos tres años (13.0%) en nuestras proyecciones, en lugar del promedio de los últimos cinco años (15%).
- Gastos generales y administrativos (G&A): Durante el mismo período, se observa que la compañía optimizó este segmento de gastos a medida que crecían sus ventas e incrementa su escala. El ratio G&A como porcentaje de ventas netas se redujo del 11% al 9%. Bajo el supuesto de que la compañía continúa capturando economías de escala y generando sinergias a medida que sus ventas continúan creciendo, asumiremos que estos gastos aumentan al ritmo de la inflación en el período proyectado. Para ello, utilizaremos como proxy de la inflación anual la tasa de inflación breakeven de 5 años (5-Year Breakeven Inflation Rate) de Estados Unidos informada por el Federal Reserve Bank of St. Louis al 31 de diciembre de 2021, que fue de 2.87%. Como se detalla en la Tabla 13, se proyecta que el ratio G&A como porcentaje de las ventas netas continúe disminuyendo progresivamente desde el 8.5% en 2022 hasta 7.8% en 2025.

Tabla 13: Gastos Generales

\$ en Millones	Observado ←					→ Proyectado			
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Gastos Generales	(3,207)	(2,995)	(2,788)	(3,092)	(3,227)	(3,482)	(3,720)	(3,972)	(4,057)
Product development	(1,069)	(1,101)	(998)	(1,150)	(1,337)	(1,427)	(1,542)	(1,664)	(1,696)
% de ventas netas	-15%	-15%	-15%	-14%	-15%	-14.9%	-14.9%	-14.9%	-14.9%
Sales and marketing	(1,378)	(1,062)	(926)	(1,064)	(1,025)	(1,244)	(1,344)	(1,450)	(1,479)
% de ventas netas	-20%	-14%	-14%	-13%	-12%	-13.0%	-13.0%	-13.0%	-13.0%
G&A	(745)	(822)	(732)	(784)	(788)	(811)	(834)	(858)	(882)
% de ventas netas	-11%	-11%	-11%	-10%	-9%	-8.5%	-8.1%	-7.7%	-7.8%
% cambio		10.3%	-10.9%	7.1%	0.5%	2.87%	2.87%	2.87%	2.87%

5.4.1.2.4 Margen operativo (EBIT)

En base a los supuestos adoptados hasta aquí, a continuación presentamos los valores históricos y proyectados de margen operativo (EBIT) y margen operativo como porcentaje de ventas netas (EBIT %) en la Ilustración 34. Al igual que lo observado en el comportamiento del margen bruto durante el período 2017-2021, se evidencia una mejora significativa del margen operativo, pasando del 18.7% en 2017 al 37% en 2021. A lo largo del período proyectado, la captura de economías de escala a medida que las ventas crecen se refleja en una leve mejora en el EBIT %, que parte del 34.7% en 2022, y alcanza el 35.4% en 2025.

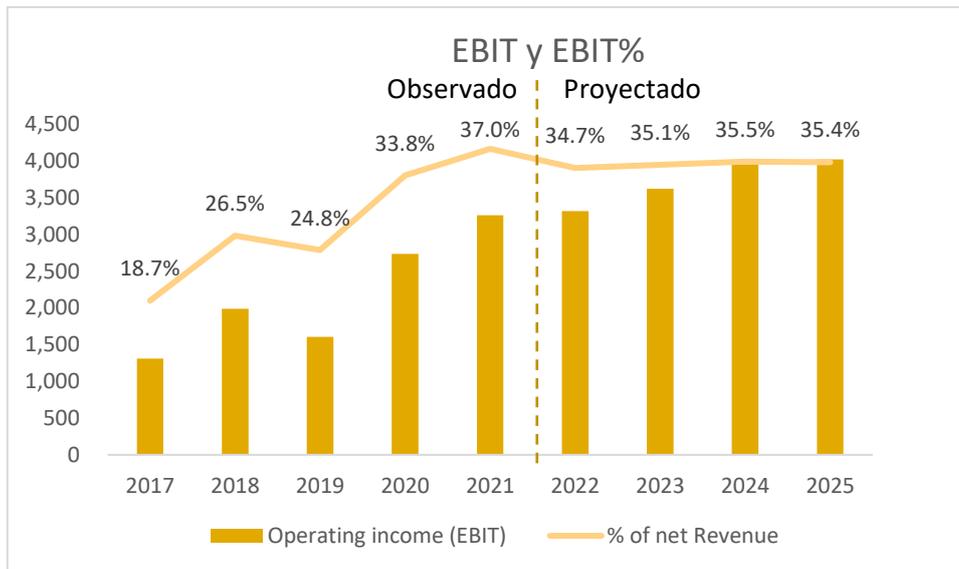


Ilustración 34: Margen Operativo (EBIT) – en millones

5.4.1.2.5 Capital de trabajo (Working Capital)

Para realizar la proyección de capital de trabajo, calculamos los días promedio de ventas o COGS de los últimos cinco años, según corresponda, como se detalla en la Tabla 14. En nuestra proyección, asumiremos que cada componente del capital de trabajo converge progresivamente a su promedio de los últimos cuatro años. Por lo tanto, el valor proyectado para el 2025 coincide con el promedio de los últimos cuatro años.

Tabla 14: Working Capital (días)

Días	Observado ←					→ Proyectado				
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	

Cuentas por cobrar	de Ventas	48	50	48	47	40	42	43	45	46
Otros activos Corrientes	de Ventas	27	28	18	23	30	28	27	26	25
Cuentas por pagar	de COGS	(47)	(37)	(51)	(48)	(45)	(45)	(45)	(45)	(45)
Ventas diferidas	de Ventas	(100)	(73)	(77)	(76)	(46)	(52)	(57)	(63)	(68)
Otros pasivos corrientes	de Ventas	(73)	(44)	(70)	(50)	(42)	(44)	(47)	(49)	(51)

5.4.1.2.6 Impuesto a las ganancias (tasa efectiva)

Con respecto al impuesto a las ganancias, si bien la tasa marginal en Estados Unidos es 27%, la tasa efectiva de la compañía durante los últimos 4 años fue sustancialmente inferior, principalmente debido que las ganancias generadas en otras regiones son gravadas a tasas más bajas y a créditos por inversión en investigación y desarrollo (I&D). Dado que en nuestras proyecciones mantenemos la misma distribución de ingreso por regiones y patrones de inversión en I&D, asumiremos que la tasa efectiva se mantiene en 15% como se observa en la Tabla 15.

Tabla 15: Tasa efectiva de impuesto a las ganancias

	Observado ←					→ Proyectado			
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Tasa efectiva (r_e)	76%	2%	8%	16%	15%	15%	15%	15%	15%

5.4.1.2.7 Capital Expenditure (CAPEX), depreciaciones y amortizaciones (D&A)

Para poder conservar su participación de mercado, asumiremos que la compañía continuará invirtiendo agresivamente. Para realizar la proyección, desagregaremos el CAPEX en tres componentes:

- **Software Development (SD):** la proyección de CAPEX en SD se basa en la hipótesis de que la compañía continúa invirtiendo el mismo porcentaje de Revenue que el promedio de los últimos 5 años, es decir, 4.7%. En cuanto a la amortización de este activo fijo, asumiremos que la vida útil es la misma que el promedio de los últimos cinco años.

Tabla 16: CAPEX y Amortización – Software Development

\$ en Millones	Observado ←					→ Proyectado			
Año fiscal finalizado el 31 de Dic,	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
SD al principio del período	466	453	329	376	512	660	657	676	710
Capex	298	365	272	385	472	448	484	522	532
% de Ventas	4.2%	4.9%	4.2%	4.8%	5.4%	4.7%	4.7%	4.7%	4.7%
Amortización	(311)	(489)	(225)	(249)	(324)	(451)	(464)	(488)	(506)
SD al final del período	453	329	376	512	660	657	676	710	736

- **Propiedades y equipos (Property and Equipment):** en esta categoría se incluyen los terrenos, edificios, mejora de propiedades y oficinas, hardware de computadoras, software y muebles. Para este caso, la proyección de CAPEX se basa en la hipótesis de que la compañía continúa invirtiendo el mismo % EBITDA que el promedio de los últimos 5 años, es decir, 4.1%. Respecto a la amortización, será proyectada en base a la vida útil reportada por Activision Blizzard para cada subclase. En la Tabla 17 se presenta la evolución en detalle.

Tabla 17: Propiedades y Equipos (P&E)

\$ en millones	Observado ←					→ Proyectado			
Año fiscal finalizado el 31 de Dic,	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Net P&E al principio	258	294	282	253	209	169	202	242	289
Capex	155	131	116	78	80	160	174	188	191
% de EBITDA	6.2%	4.4%	5.4%	2.5%	2.2%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%

Depreciación	(130)	(138)	(124)	(117)	(105)	(127)	(134)	(141)	(124)
Net P&E al final	294	282	253	209	169	202	242	289	357

- **Activos Intangibles (Intangible Assets):** aquí se consolidan activos intangibles adquiridos separados en dos grupos. Por un lado, aquellos con vida útil finita como franquicias internacionales, Software Development (SD) y base de clientes, y por otro lado aquellos con vida útil ilimitada, como marcas registradas. Asumiremos que la compañía no invertirá en adquisiciones, y que las depreciaciones continuaran en base a la vida útil remanente de cada subclase de activo intangible. En la Tabla 18 se presenta la evolución en detalle.

Tabla 18: Activos Intangibles

Año fiscal finalizado el 31 de Dic,	Observado ←					→ Proyectado			
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Activos Intangibles netos al principio	1,858	1,106	735	530	451	447	443.5	440	436.5
Capex	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Amortización	-752.0	-371.0	-205.0	-79.0	-4.0	-3.5	-3.5	-3.5	-3.5
Activos Intangibles netos, al final	1,106	735	530	451	447	443.5	440	436.5	433
Vida útil finita	673	302	97	18	14	10.5	7	3.5	0
Vida útil infinita	433	433	433	433	433	433	433	433	433

5.4.1.2.8 Ganancias y FCFF históricos (2017-2021)

En la Tabla 19 se presenta el FCFF histórico de ATVI entre 2017 y 2021.

Tabla 19: FCFF (2017-2021) - \$ en millones

Año fiscal finalizado el 31 de Dic,	2017	2018	2019	2020	2021
Margen Operativo (EBIT)	1,309	1,988	1,607	2,734	3,259
Tasa efectiva (t _e %)	-76%	-2%	-8%	-16%	-15%
EBIT después de impuestos	310	1,957	1,479	2,296	2,780
Depreciaciones y Amortizaciones	1,193	998	554	445	433
Capex	(456)	(503)	(391)	(456)	(506)
(-) Variación en Working Capital	(740)	1,198	(714)	205	807
FCFF	1,787	1,254	2,356	2,080	1,900

5.4.1.2.9 Ganancias y FCFF proyectados (2022-2025)

En la Tabla 20 se presentan los FCFF proyectados para el período 2022-2025.

Tabla 20: FCFF proyectados (2022-2025) - \$ en millones

Año fiscal finalizado el 31 de Dic,	2022	2023	2024	2025
Margen Operativo (EBIT)	3,315	3,623	3,951	4,020
Tasa efectiva (t _e %)	-15%	-15%	-15%	-15%
EBIT después de impuestos	2,828	3,090	3,371	3,429
Depreciaciones y Amortizaciones	581	601	632	633
Capex	(608)	(657)	(710)	(723)
(-) Variación en Working Capital	(288)	(294)	(332)	(265)
FCFF	3,090	3,328	3,625	3,605

5.4.1.3 Paso 4: Estimar cuando la firma alcanzará un crecimiento estable

En este ejercicio de valuación asumiremos que el crecimiento de la compañía se estabilizará a partir de 2027. El valor a perpetuidad se captura a partir del cálculo del valor terminal.

$$\text{Valor Terminal en el año 2027 (VT}_{2027}) = \frac{FCFF_{2027} \times (1 + g)}{WACC - g} = \$76,495$$

, donde:

- $FCFF_{2025} = \$3,605$
- $g = \text{risk free rate} = 1.51\%$
- $WACC = 6.29\%$

5.4.1.4 Paso 5: Valuación – Método EV

En la Tabla 21 se presentan las proyecciones de FCFF para el período 2022-2025 y el factor de descuento a utilizar en cada año para determinar el valor presente del EV de Activision Blizzard. Asimismo, en la Tabla 22 se presentan los resultados del ejercicio de valuación intrínseca.

Tabla 21: Valuación del EV - \$ en millones

Año fiscal finalizado el 31 de Dic,	2022	2023	2024	2025
FCFF	3,090	3,328	3,625	3,605
Valor Terminal (VT)				76,465
FCFF Total	3,090	3,328	3,625	80,099
WACC	6.29%			
Factor de descuento	0.94	0.89	0.83	0.78

Tabla 22: Resultado de la valuación - \$ en millones

Cálculo Valor Terminal (VT)			
g	1.51%		
VT @ Perpetuidad	76,465		
EV/EBITDA implicit	16.4x		
EV/EBITDA comparables	17.7x		
WACC	6.29%		
Risk free	1.51%	Cash flows	PV %
D/E target	0.07	VT	59,924 84%
EV - Valuación intrínseca	71,620	Total DCF	71,620 100%
(-) Deuda financiera	3,608		
(+) Cash & cash equivalents	10,423		
Valor del Equity	78,435		
Precio de compra (EV)	68,700		
Premium/(discount)	-4.1%		
EV/EBITDAx implícito (current)	18.6x		

El precio de compra ofrecido por Microsoft (\$68,700 millones), fue un 4.1% inferior al resultado obtenido en este ejercicio de valuación intrínseca (\$71,620 millones). Por lo tanto, se concluye que el valor de EV determinado se encuentra en línea con el precio ofrecido por Microsoft, lo que indica que Microsoft no sobrepagó en esta transacción.

Asimismo, como complemento del este resultado y en línea con lo mencionado en la sección 2.7.2.6 respecto a variables que pueden impactar sustancialmente el resultado de esta valuación, se presenta a continuación un análisis de sensibilidad del EV a la tasa de descuento (WACC), la tasa de

crecimiento a perpetuidad (g), el margen operativo (EBIT %) y la participación de mercado (market share %):

- Sensibilidad de EV a la tasa de descuento (WACC) y a la tasa de crecimiento a perpetuidad (g): En la Tabla 23 se observa que los supuestos asociados a estas dos variables tienen un impacto sustancial en la valuación resultante.

Tabla 23: Sensibilidad de EV a WACC y g - \$ en millones

		Long-term FCF Growth ("g")				
		0.50%	1.00%	1.51%	2.00%	2.50%
WACC	5.3%	\$73,461	\$80,962	\$90,657	\$102,800	\$119,581
	5.8%	\$66,467	\$72,465	\$80,027	\$89,207	\$101,391
	6.3%	\$60,681	\$65,574	\$71,620	\$78,781	\$87,995
	6.8%	\$55,814	\$59,873	\$64,804	\$70,530	\$77,720
	7.3%	\$51,665	\$55,078	\$59,167	\$63,838	\$69,589

- Sensibilidad de EV al margen operativo (EBIT %) y la participación de mercado (market share %): Este análisis nos permite evaluar cómo la gestión de Microsoft del proceso de integración y la creación de sinergias que permitan incrementar el margen operativo y/o la participación de mercado de Activision Blizzard podrían influir significativamente en el resultado de la valuación. Si Microsoft logra capturar sinergias de costos (COGS y/o Gastos Generales) y incrementar el *market share* de la futura división de ATVI, podría generar un valor considerable para sus accionistas, como se ilustra en la Tabla 24. Por el contrario, un manejo inadecuado del proceso de proceso de integración y la materialización de disinerias podrían resultar en la destrucción de valor.

Tabla 24: Sensibilidad de EV a EBIT % y Market Share - \$ en millones

		ATVI Market Share				
		6.4%	6.6%	6.9%	7.1%	7.4%
EBIT %	33%	\$61,971	\$64,923	\$67,875	\$70,827	\$73,779
	34%	\$63,707	\$66,727	\$69,747	\$72,767	\$75,787
	35%	\$65,443	\$68,531	\$71,620	\$74,708	\$77,796
	36%	\$67,179	\$70,336	\$73,492	\$76,648	\$79,805
	37%	\$68,915	\$72,140	\$75,364	\$78,589	\$81,813

5.4.2 Valuación por múltiplos

Para realizar el ejercicio de valuación por múltiplos consideraremos como compañías comparables aquellas que se encuentren en la misma industria y tengan una capitalización de mercado superior al 25% de la de Activision Blizzard. De esta manera, partiendo del grupo de compañías de videojuegos de mayor capitalización bursátil en 2023 detallado en la Tabla 25, elaborada en base a Statista (2023), seleccionaremos aquellas con capitalización de mercado superior a \$15 mil millones en enero de 2022, es decir, Nintendo, Electronic Arts y Take-Two Interactive. A continuación se presenta una breve descripción de estas compañías:

- Nintendo (7974.T): compañía japonesa de videojuegos que produce y comercializa consolas, y desarrolla y publica juegos para consolas y dispositivos móviles. Algunas de sus franquicias populares incluyen Super Mario, The Legend of Zelda y Pokémon.
- Electronic Arts (EA): compañía de videojuegos con sede en Estados Unidos que desarrolla y publica juegos para consolas, computadoras personales y dispositivos móviles. Algunas de sus franquicias populares incluyen FIFA, Madden NFL y The Sims.
- Take-Two Interactive (TTWO): compañía de videojuegos estadounidense que desarrolla y publica juegos para consolas, computadoras personales y dispositivos móviles. Algunas de sus franquicias populares incluyen Grand Theft Auto, Red Dead Redemption y NBA 2K.

Tabla 25: Mayores compañías de videojuegos en enero 2022 por capitalización bursátil (\$ en mil millones)

Compañía	Activision Blizzard	Nintendo	Electronic Arts	Take-Two Interactive	Square Enix	Ubisoft
País	Estados Unidos	Japón	Estados Unidos	Estados Unidos	Japón	Francia
Ticker	Nasdaq: ATVI	TSE: 7974	Nasdaq: EA	Nasdaq: TTWO	TSE: 9684	XPAR: UBI
Market Cap (Enero 2022)	\$61.47	\$57.16	\$39.30	\$18.15	\$6.89	\$6.95

Es importante señalar que Activision Blizzard muestra una performance superior al de sus comparables en base a los ratios operativos de margen operativo %, margen EBITDA %, margen neto %, cash flow operativo % y free cash flow %, como se ilustra en la Tabla 26. Este hecho sugiere la posibilidad de que la compañía cotice con un premium, es decir, a un múltiplo superior, en comparación a sus rivales.

Tabla 26: Ratios operativos de compañías comparables en 2021

Compañía	Ventas 2017 (\$ mil millones)	CAGR ventas %	Margen Operativo %	Margen EBITDA %	Margen Neto %	Cash Flow Operativo %	Free Cash Flow %
Nintendo	\$9.45	13%	29%	30%	22%	22%	22%
Electronic Arts	\$5.16	8%	21%	25%	24%	31%	29%
Take-Two Interactive	\$1.79	18%	14%	21%	13%	22%	19%
Promedio	\$5.47	13%	21%	25%	20%	25%	23%
Activision Blizzard	\$7.02	6%	30%	40%	23%	28%	26%

Fuente: Elaboración propia en base a Trading View

Seleccionadas las compañías comparables, a continuación, definiremos los múltiplos en base a los que realizaremos el ejercicio de valuación:

- EV/EBITDA: Enterprise Value dividido por EBITDA (ganancias antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones).
- EV/EBIT: Enterprise Value dividido por el margen operativo (EBIT).

Para el cálculo de EV, se tomarán los valores de market cap del día anterior al anuncio de compra de Activision Blizzard (14 de enero 2022), y la deuda financiera y cash and cash equivalents al 31 de diciembre de 2021.

Por otro lado, para el cálculo de EBITDA y EBIT se sumarán los valores informados por cada compañía en sus reportes trimestrales (10-Q) para los 4 trimestres del 2021.

A continuación, en la Tabla 27 se resumen los resultados.

Tabla 27: Múltiplos de EBITDA y EBIT de comparables (2021) - \$ en millones

	Nintendo	Electronic Arts	Take-Two Interactive
Market Cap al 18/01/22	\$6,463	\$36,890	\$17,610
(+) Deuda financiera	\$0	\$1,878	\$472
(-) Cash & cash equivalents	\$1,533	\$3,016	\$2,733
EV	\$4,930	\$35,752	\$15,349
EBIT	\$591	\$939	\$598
EBITDA	\$604	\$1,342	\$835
EV/EBIT	8.34x	38.07x	25.69x
EV/EBITDA	8.17x	26.64x	18.39x

Finalmente, calculamos el valor promedio para cada múltiplo, y determinamos el valor de Activision Blizzard en base a su EBIT y EBITDA para el mismo período. Los resultados se resumen en la Tabla 28.

Tabla 28: Resultado de valuación relativa - \$ en millones

	EV/EBITDA	EV/EBIT
EV pagado	\$68,700	\$68,700
EBITDA / EBIT de Activision Blizzard (2021)	\$3,699	\$3,259
Múltiplo implícito pagado	18.57x	21.08x
Nintendo	8.17x	8.34x
Electronic Arts	26.64x	38.07x
Take-Two Interactive	18.39x	25.69x
Múltiplo promedio comparables (2021)	17.73x	24.03x
EV ATVI @ múltiplo promedio comparables	\$65,586	\$78,329
Premium/(Discount) vs EV pagado	4.75%	(-12.29%)

Los resultados obtenidos (\$65,586 - \$78,329 millones) validan los obtenidos mediante el ejercicio de valuación intrínseca (\$71,620 millones), confirmando la conclusión de que Microsoft no sobrepagó en la adquisición de Activision Blizzard por \$68,700 millones de EV.

5.4.3 Conclusión

El 18 de enero de 2022, Microsoft anunció la adquisición de Activision Blizzard por un precio de EV de \$68,700 millones. Esta transacción se destaca en un momento de considerable volatilidad en el mercado, la cual no fue ajena a Activision Blizzard. En efecto, su EV a precios de mercado fluctuó entre un máximo de \$75,188 millones el 11 de febrero de 2021 y un mínimo de \$37,865 millones el 3 de diciembre de 2021. La volatilidad en los precios de la acción puede observarse en la Ilustración 22.

Analizando el contexto del mercado al momento del anuncio, se observa que Microsoft ofreció un precio que incorporaba una prima significativa para los accionistas de Activision Blizzard, ascendiendo al 56% sobre el valor de mercado del día previo al anuncio. Esta prima superó la mediana histórica (período 1973-1998) de primas de adquisición del 37.9% reportada por Andrade, Mitchell, and Stafford (2001).

En base a un estudio que recopiló 3,688 observaciones durante el período 1973-1998, se encontró que el día del anuncio las empresas objetivo de una adquisición experimentaron una suba promedio del 16.0% (Andrade et al., 2001). Sin embargo, en el caso de Activision Blizzard, su EV experimentó un aumento considerablemente superior, alcanzando los \$56,545 millones con un incremento del 26%. A pesar de este aumento, dicho valor se situaba un 21% por debajo del precio de la transacción, como se detalla en la Ilustración 35. Esta disparidad puede atribuirse al contexto de incertidumbre regulatoria y a las expectativas relacionadas con la aprobación de la adquisición por parte de los entes antimonopolio.

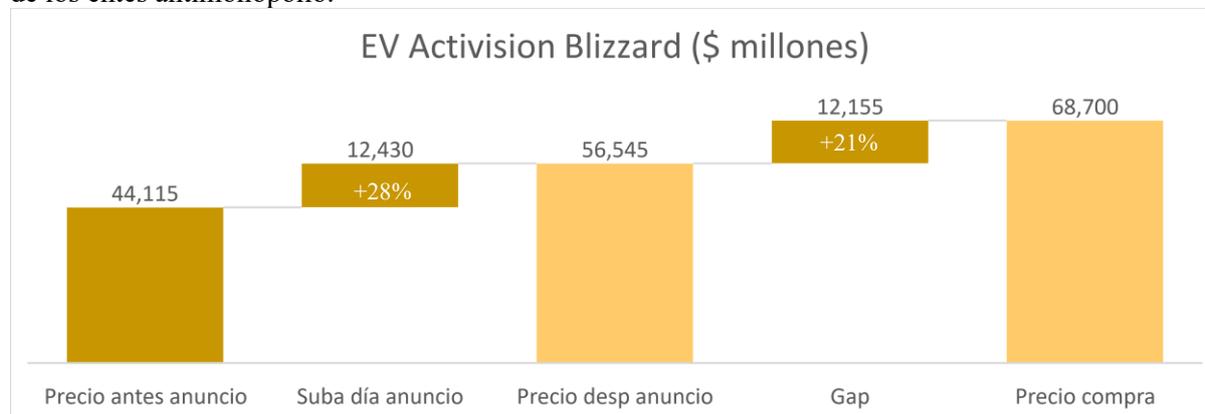


Ilustración 35: Reacción del EV de ATVI el día del anuncio

Por otro lado, al analizar los resultados de los ejercicios de valuación intrínseca y relativa realizados a lo largo de este trabajo, se evidencia que el precio ofrecido por Microsoft (\$68,700 millones) se encuentra en línea con el valor intrínseco de Activision Blizzard (\$71,620 millones). Por la tateo, aunque se ofreció un precio que implica una prima sustancial para los accionistas en comparación con los precios de mercado, se concluye que la acción estaba sustancialmente subvaluada al momento de anunciarse la transacción. En consecuencia, se ratifica que Microsoft no sobrepagó y que el precio ofrecido no destruye valor para los accionistas de Microsoft.

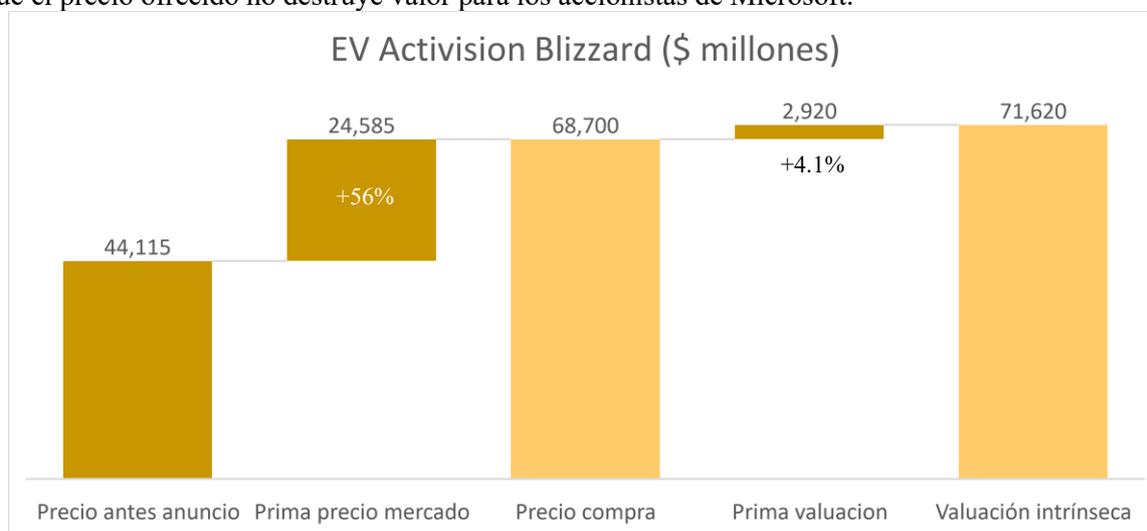


Ilustración 36: Prima de mercado

Además, al no haber pagado una prima por sobre el valor intrínseco, Microsoft tiene el potencial de crear valor para sus accionistas mediante la captura sinergias de costos. Esto se ilustra en la Tabla 29, donde se representa un análisis de sensibilidad del EV de Activision Blizzard a una reducción de sus costos de venta (COGS) y gastos generales (Overhead Costs).

Tabla 29: Sensibilidad de EV a COGS % y Overhead Costs % - \$ en millones

		Overhead Costs %					
		-36.4%	-35.4%	-34.4%	-33.4%	-32.4%	-31.4%
COGS %	-28.8%	\$71,620	\$73,492	\$75,364	\$77,237	\$79,109	\$80,982
	-27.8%	\$73,492	\$75,364	\$77,237	\$79,109	\$80,982	\$82,854
	-26.8%	\$75,364	\$77,237	\$79,109	\$80,982	\$82,854	\$84,726
	-25.8%	\$77,237	\$79,109	\$80,982	\$82,854	\$84,726	\$86,599
	-24.8%	\$79,109	\$80,982	\$82,854	\$84,726	\$86,599	\$88,471
	-23.8%	\$80,982	\$82,854	\$84,726	\$86,599	\$88,471	\$90,344

Asimismo, la creación de valor puede ser impulsada no solo por la reducción de costos y la consecuente mejora en los márgenes operativos, sino también por un incremento en la cuota de mercado (*market share %*) de Activision Blizzard, posiblemente apalancado por su potencial integración con Xbox Game Pass. En este sentido, la Tabla 30 presenta un analisis de sensibilidad del EV a mejoras en su margen operativo (EBIT %) y su cuota de mercado (*market share %*).

Tabla 30: Sensibilidad de EV a EBIT % y Market Share % - \$ en millones

		ATVI Market Share					
		6.9%	7.1%	7.4%	7.6%	7.9%	8.1%
EBIT %	35%	\$71,620	\$74,708	\$77,796	\$80,884	\$83,973	\$87,061
	36%	\$73,492	\$76,648	\$79,805	\$82,961	\$86,118	\$89,274
	37%	\$75,364	\$78,589	\$81,813	\$85,038	\$88,263	\$91,487
	38%	\$77,237	\$80,530	\$83,822	\$87,115	\$90,407	\$93,700

39%	\$79,109	\$82,470	\$85,831	\$89,192	\$92,552	\$95,913
40%	\$80,982	\$84,411	\$87,840	\$91,268	\$94,697	\$98,126

Finalmente, en la Ilustración 37 se consolidan los resultados de los distintos ejercicios de valuación en contraste con el precio de compra, incluyendo asimismo el rango de precios en el que fluctuó Activision Blizzard durante el año previo a la transacción (2021), así como las sensibilidades presentadas a lo largo del trabajo. Para una mejora comprensión, se resumen los supuestos considerados en cada variante de valuación en la Tabla 31.

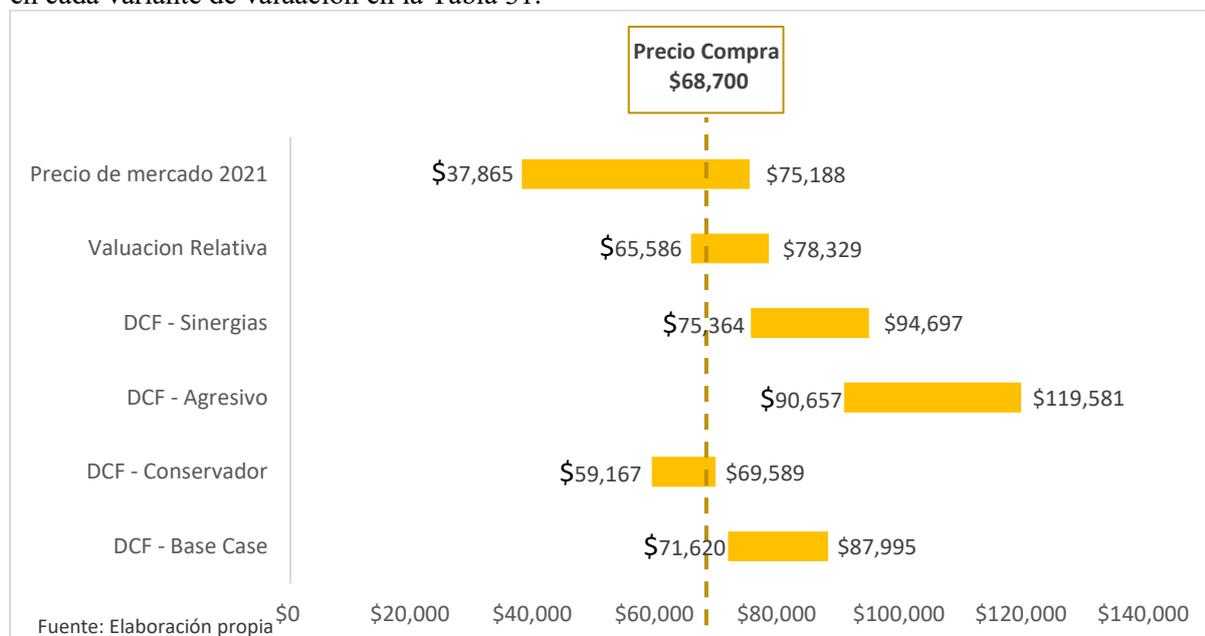


Ilustración 37: Resumen de la valuación - \$ en millones

Tabla 31: Resumen de los ejercicios de valuación - \$ en millones

Método de valuación	Mínimo	Máximo	Comentarios
Precio de mercado 2021	\$37,865	\$75,188	Max: 2 de febrero 2021; Min: 3 diciembre 2021
Valuación Relativa	\$65,586	\$78,329	Min: EV/EBITDA = 16.23 (Promedio comparables) Max: EV/EBIT = 18.01 (Promedio comparables)
DCF - Sinergias	\$75,364	\$94,697	WACC = 6.29%; g = 1.51% Min: EBIT % = 37% (+2%) Max: EBIT % = 40% (+5%), market share: 7.9% (+1%)
DCF - Agresivo	\$90,657	\$119,581	WACC = 5.29% (beta = regresión lineal) Min: g = 1.51%; Max: g = 2.50%
DCF - Conservador	\$59,167	\$69,589	WACC = 7.29% (beta = bottom-up); Min: g = 1.51%; Max: g = 2.50%
DCF - Base Case	\$71,620	\$87,995	WACC = 6.29%; g = 1.51% (min), g = 2.50% (max)

Se concluye que el precio de compra es justo y razonable, ya que aunque representa una prima de adquisición de aproximadamente el 56% respecto a los valores de mercado del día anterior al anuncio, se encuentra un 4.1% por debajo del valor intrínseco. Esto reconoce una prima para los accionistas de Activision Blizzard por obtener la totalidad del paquete accionario (prima de control), al tiempo que ofrece a Microsoft la oportunidad de generar un upside a partir del valor neto que pueda crear y capturar durante el proceso de integración, especialmente a través de sinergias de costos y/o ventas.

6 Consideraciones finales

La industria de videojuegos se presenta como altamente atractiva para Microsoft, siendo el segmento más grande y de más rápido crecimiento dentro de la industria de entretenimiento. Factores como la transferencia de usuarios hacia el entretenimiento interactivo, el crecimiento de los videojuegos móviles y el desarrollo de plataformas de metaverso y realidad virtual respaldan esta atraktividad y potencian sus prospectos de largo plazo.

La adquisición de Activision Blizzard se alinea con el enfoque estratégico de Microsoft en consolidar su posición de liderazgo en este sector. En efecto, las siguientes frases célebres de Michael Porter, uno de los padres de la gestión estratégica como disciplina académica, se ven claramente reflejadas en las potenciales motivaciones estratégicas detrás de esta transacción:

- “Una compañía solo puede superar a sus rivales si logra establecer una diferencia que pueda preservar” (Porter, 1986).
- “La esencia de la estrategia es elegir realizar actividades de manera diferente a como lo hacen los rivales” (Porter, 1986)
- Las posiciones estratégicas deberían tener un horizonte de una década o más, no un único ciclo de planificación (Porter, 1986)

Concluimos que Microsoft Gaming busca diferenciarse de sus rivales con su modelo de negocios multiplataforma centrado en suscriptores a través de la suscripción Xbox Game Pass, en ocasiones referida como “el Netflix de los videojuegos”. La incorporación Activision Blizzard no solo robustece su propuesta de valor al incorporar la prestigiosa librería de videojuegos de Activision Blizzard, sino que la adición de los estudios desarrolladores de contenidos Activision, Blizzard Entertainment y King potencia su capacidad de generación de contenido multiplataforma de calidad, robusteciendo las ventajas competitivas de Microsoft Gaming y posicionándola para el éxito a largo plazo.

Desde el punto financiero, luego de realizar una valuación independiente mediante los métodos de valuación intrínseca y relativa, concluimos que el precio de compra de \$68,700 millones es razonable. En efecto, con una prima de adquisición del 56% sobre los precios de mercado antes de anunciarse la transacción, y un 4.1% por debajo del valor intrínseco (\$71,620 millones), Microsoft ofrece un precio que compensa con una prima de control a los accionistas de Activision Blizzard por adquirir la totalidad del paquete accionario de la compañía, pero que asimismo le deja margen para crear valor para sus accionistas mediante la explotación de sinergias, expansión en nuevos mercados y la incorporación de talento estratégico. Se subraya la importancia crítica de la planificación y gestión efectiva de los procesos de integración e implementación para asegurar la captura del valor esperado de la transacción.

En síntesis, la adquisición de Activision Blizzard por parte de Microsoft se presenta como una decisión audaz tanto desde una perspectiva estratégica como financiera. Esta decisión estratégica no solo busca crear valor económico, sino también robustecer las ventajas competitivas de Microsoft Gaming, estableciendo así una posición estratégica sólida, diferenciada y sostenible en la industria de los videojuegos.

Referencias

Activision Blizzard | *about.* (s.f.). <https://www.activisionblizzard.com/about-us>

Activision Blizzard (2020). *Form 10-k 2020*. Activision Blizzard. Recuperado de: <https://investor.activision.com/static-files/09bb50e3-b2e8-4407-9ee3-2aec3c7bc29d>

Activision Blizzard (2021). *Form 10-k 2021*. Activision Blizzard. Recuperado de: <https://investor.activision.com/static-files/d7b4f08d-213b-4bd5-a41b-7497baa9c106>

Activision Blizzard (2022). *Form 10-k 2022*. Activision Blizzard. Recuperado de: <https://investor.activision.com/static-files/01d1f04d-1c00-4a17-8743-4e6a20e17335>

Andrade, G., Mitchell, M. L., & Stafford, E. (2001). New evidence and perspectives on mergers. *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 103–120. <https://doi.org/10.1257/jep.15.2.103>

Albisetti, R. (2018). *Finanza empresarial: estrategia, mercados y negocios estructurados*: (ed.). Editorial Pontificia Universidad Javeriana. Recuperado de: <https://elibro.net/es/ereader/utdt/123292>

Andrews, K. R. (1971). *The concept of corporate strategy*. Irwin Professional Publishing.

Ansoff, H. I. (1965). *Corporate strategy: An analytic approach to business policy for growth and expansion*. New York: McGraw-Hill.

Bloomberg Technology. (2023, 31 de Enero). *The global gaming market is booming* [Video]. YouTube. <https://www.youtube.com/watch?v=ruohGXkzAWc>

Chandler, A. D., Jr. (1969). *Strategy and structure: Chapters in the History of the American Industrial Enterprise*. MIT Press.

Collins and Porras (1994). *Built to Last: Successful Habits of Visionary Companies*.

Damodaran, A. (s.f.). *Damodaran Online*. <https://pages.stern.nyu.edu/>

Damodaran, A. (2002, 25 de Enero). *Estimating risk parameters*. Stern School of Business. Recuperado de: <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/beta.pdf>

Damodaran, A. (2005, Septiembre). *Dealing with Cash, Cross Holdings and other Non-Operating Assets: Approaches and Implications*. Recuperado de: <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/cashvaluation.pdf>

- Damodaran, A. (2011). *The Little Book of Valuation: How to Value a Company, Pick a Stock and Profit*. John Wiley & Sons.
- Damodaran A. (2012, 27 de Junio). *Valuation: Basics [Diapositiva de PowerPoint]*. <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/invphiloh/>
- Damodaran A. (2014, 25 de Agosto). *Session 14: Relative Valuation - First Principles [Video]*. YouTube. <https://www.youtube.com/watch?v=WDZwqSierZ4>
- Federal Reserve Bank of St. Louis (2024, 28 de Enero), Moody's Seasoned Baa Corporate Bond Yield Relative to Yield on 10-Year Treasury Constant Maturity [BAA10Y], recuperado de FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis; <https://fred.stlouisfed.org/series/BAA10Y>
- Federal Reserve Bank of St. Louis (2024, 3 ed Marzo), 5-Year Breakeven Inflation Rate [T5YIE], recuperado de FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis <https://fred.stlouisfed.org/series/T5YIE>
- First Research. (2021, 22 de Noviembre). *Industry Profile: Entertainment & Games software*.
- Fisher, I. (2009). *The rate of interest: Its Nature, Determination and Relation to Economic Phenomena*. Martino Fine Books.
- Goldman Sachs (2019). *1986: IPO of the Year puts Goldman Sachs on the map with tech companies*. Recuperado de <https://www.goldmansachs.com/our-firm/history/moments/1986-microsoft-ipo.html>
- Hamada, R. S. (1972). *The Effect of The Firm's Capital Structure On The Systematic Risk Of Common Stocks*. The Journal of Finance, 27(2), 435–452. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1972.tb00971.x>
- Henderson, B. (1970, 1 de Enero). *The product portfolio*. BCG Global. Recuperado de <https://www.bcg.com/publications/1970/strategy-the-product-portfolio>.
- Hecquet I. & De San Pablo M. (2022), *M&A Enfoque Estratégico, Financiero y Operacional [Diapositiva de PowerPoint]*. Campus Virtual UTDT. <https://campusvirtual.utdt.edu/>
- Hecquet I. & De San Pablo M. (2022), *M&A Enfoque Estratégico, Financiero y Operacional Clases 3 y 4 [Diapositiva de PowerPoint]*. Campus Virtual UTDT. <https://campusvirtual.utdt.edu/>
- Kotter and Heskett (1992), *Corporate Culture and Performance*

- Kuhnke, O., & Ahmadi, D. (2022, October 27). *Phil Spencer says Activision Blizzard deal is about mobile, not making call of duty exclusive*. GameSpot. Recuperado de <https://www.gamespot.com/articles/phil-spencer-says-activision-blizzard-deal-is-about-mobile-not-making-call-of-duty-exclusive/1100-6508690/>
- Malkiel, B. G., & Fama, E. F. (1970). *EFFICIENT CAPITAL MARKETS: A REVIEW OF THEORY AND EMPIRICAL WORK*. *The Journal of Finance*, 25(2), 383-417. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1970.tb00518.x>
- Mascareñas Pérez-Íñigo, J. (2019). *Fusiones, adquisiciones y valoración de empresas (6a.ed):* (ed.). Ecobook - Editorial del Economista. Recuperado de: <https://elibro.net/es/ereader/utdt/126742?page=42>
- McKinsey & Company (2008, 1 de Septiembre). *Enduring Ideas: The GE–McKinsey nine-box matrix*. Recuperado de <https://www.mckinsey.com/capabilities/strategy-and-corporate-finance/our-insights/enduring-ideas-the-ge-and-mckinsey-nine-box-matrix>
- Microsoft. *Microsoft and Activision Blizzard conference call*. (2022). <https://www.microsoft.com/en-us/Investor/events/FY-2022/Microsoft-and-Activision-Blizzard-Conference-Call>
- Microsoft. *Microsoft 2023 Annual Report*. (2023). <https://www.microsoft.com/investor/reports/ar23/index.html>
- Microsoft Corp. (2022). *Form 10-k 2022*. Microsoft Corp. <https://microsoft.gcs-web.com/static-files/07cf3c30-cfc3-4567-b20f-f4b0f0bd5087>
- Mintzberg, H. (1978). *Patterns in Strategy Formation*. *Management Science*. INFORMS. doi:10.1287/mnsc.24.9.934
- Moody's (2022, 18 de Enero). *Credit ratings, research, and data for global capital markets*. https://www.moodys.com/research/Moodys-places-Activision-Blizzards-Baa1-senior-unsecured-ratings-on-review--PR_461527
- Moody's (2024, 27 de Enero), Moody's Seasoned Baa Corporate Bond Yield [BAA], recuperado de FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis; <https://fred.stlouisfed.org/series/BAA>
- Ohmae, K. (1982). *The Mind of the Strategist: The art of Japanese Business*. McGraw-Hill Education.

- Porter, M. E. (1980). *Competitive strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors*. New York : Free Press ; Toronto : Maxwell Macmillan Canada.
- Porter, M. E. (1996). *What Is Strategy?* Harvard Business Review, 74(6), 61–78. Recuperado de: <https://web-s-ebsohost-com.ezproxy.utdt.edu/ehost/pdfviewer/pdfviewer?vid=0&sid=3c4b9080-a174-40c8-b056-d2e38579bf9e%40redis>
- Porter, M. E. (2014). *Estrategia competitiva: técnicas para el análisis de los sectores industriales y de la competencia*: (2 ed.). Grupo Editorial Patria. Recuperado de: <https://elibro.net/es/ereader/utdt/114079>
- Rappaport, A. (1998). *Creating shareholder value: a guide for managers and investors* (2a ed. rev.). The Free Press.
- Reeves, M., Moose, S., & Venema, T. (2022, 20 de Septiembre). *BCG Classics revisited: The Growth Share Matrix*. BCG Global. Recuperado de <https://www.bcg.com/publications/2014/growth-share-matrix-bcg-classics-revisited>.
- Richard Barrett (1998), *Liberating the Corporate Soul: Building a Visionary Organization*
- Rodero, J. A. (2019). *Estrategia empresarial: del diagnóstico a la implantación*: (ed.). Ediciones de la U. Recuperado de: <https://elibro.net/es/ereader/utdt/127126>
- Salsberg, B., & Krusch, S. (2019, 19 de Diciembre). *How you should align your acquisition approach with your growth strategy*. EY - US. Recuperado de: https://www.ey.com/en_us/strategy-transactions/how-align-acquisition-approach-with-growth-strategy
- SEC.gov | EDGAR | Company Filings. (2023). <https://www.sec.gov/edgar/searchedgar/companysearch>
- Stonehouse, G., & Snowdon, B. (2007). Competitive Advantage Revisited: Michael Porter on Strategy and Competitiveness. *Journal of Management Inquiry*, 16(3), 256-273. Recuperado de: <https://www.proquest.com/scholarly-journals/competitive-advantage-revisited-michael-porter-on/docview/203314694/se-2>
- Statista. (2022, 17 de Marzo). Price of selected acquisitions by Microsoft 2022. Recuperado de: <https://www.statista.com/statistics/192311/price-of-selected-acquisitions-by-microsoft-since-2002/>

Statista. *Xbox Game Pass subscribers 2022* | Statista. (2023, 1 de Noviembre). Statista. Recuperado de:

<https://www.statista.com/statistics/1276183/xbox-game-pass-subscriber-count-global/>

Statista. (2023, 9 de Febrero). *Activision Blizzard (ABK) net revenue 2005-2022*. Recuperado de:

<https://www.statista.com/statistics/269660/activision-blizzards-net-annual-revenue/>

Statista. (2023, 14 de Junio). *Big 3 video game market share worldwide 2022*. Recuperado de:

<https://www.statista.com/statistics/1391622/big-3-video-game-market-share-worldwide/>

Statista. (2023, 15 de Agosto). *Microsoft annual gaming revenue 2017-2023*. Recuperado de:

<https://www.statista.com/statistics/963263/microsoft-annual-gaming-revenue/>

Statista. (2023, 14 de Noviembre). *Market share of console gaming market worldwide 2021-2022, by*

company. Recuperado de: <https://www.statista.com/statistics/1422309/console-gaming-market-share-worldwide/>

Statista (2023, 27 de Noviembre). *Top gaming companies market value 2023*. Recuperado de:

<https://www.statista.com/statistics/1197213/market-value-of-the-largest-gaming-companies-worldwide/>

Anexos

Anexo 1: Racional de la transacción

Tabla 32: Racional de la transacción

Pregunta	Respuesta
¿Por qué adquirimos esta empresa o activo?	<ul style="list-style-type: none"> • Para fortalecer la propuesta de valor de Xbox Game Pass al incorporar una librería reconocida de videojuegos multiplataforma, y una serie de estudios desarrolladores exitosos que garanticen la generación de nuevo contenido para acompañar el crecimiento de la industria e incrementar la participación de mercado. • Para fortalecer el posicionamiento competitivo de Microsoft Gaming en la industria de videojuegos. • Para incrementar la base de suscriptores de Xbox Game Pass capturando la gran base de jugadores y suscriptores de Activision Blizzard. • Para posicionarnos como un jugador relevante en el segmento de videojuegos móviles. • Para reducir la dependencia de la unidad de negocio de Microsoft Gaming en la consola Xbox.
¿Cuáles son los impulsores clave de crecimiento?	<ul style="list-style-type: none"> • Videojuegos es la categoría de mayor tamaño y la que más rápidamente está creciendo dentro de la industria del entretenimiento en el mundo. En 2022 había 2 mil millones de jugadores, y se espera que en 2030 haya 4.5 mil millones. • Se observa una tendencia de transferencia de usuarios desde el entretenimiento pasivo al entretenimiento interactivo. • Se espera que el mercado de videojuegos crezca a una tasa CAGR 9% en los próximos 5 años.
¿Cuáles son los activos y operaciones críticos que necesitamos proteger y hacer crecer?	<ul style="list-style-type: none"> • Se debe cuidar la integración de la librería de videojuegos a Xbox Game Pass. • Se debe continuar invirtiendo en el desarrollo de nuevas versiones de los videojuegos más exitosos de Activision Blizzard, como Call of Duty, Diablo, Candy Crush, etc. • Se debe continuar invirtiendo en el desarrollo de videojuegos móviles. • Se debe proteger y minimizar el éxodo de talento de los estudios desarrolladores de videojuegos.
¿Somos el mejor —o al menos un mejor— propietario para el activo?	<ul style="list-style-type: none"> • Cabe señalar que hay muy pocas compañías que tengan la capacidad financiera para afrontar una adquisición de \$68.7 mil millones. • Asimismo, podemos argumentar que la compañía tiene potencial de ser más valiosa que previo a la adquisición, dado que Xbox Game Pass permitirá apalancar los activos que aporta Activision Blizzard para alcanzar una audiencia global y masiva. Asimismo, numerosas sinergias posiblemente surjan de la transacción.
¿Es el potencial de creación de valor lo suficientemente grande como para justificar la inversión humana y de capital necesaria para tener éxito?	<ul style="list-style-type: none"> • Es uno de los objetivos de este trabajo responder esta pregunta.
¿Cuáles son los riesgos operativos más significativos que es	<ul style="list-style-type: none"> • Integración cultural: La fusión de dos culturas corporativas diferentes puede generar conflictos y obstáculos en la alineación de valores, estrategias y procesos.

<p>probable que enfrentemos, tanto en el curso normal de los negocios como durante la integración?</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Retención de Talentos Clave: Puede haber incertidumbre entre los empleados de Activision Blizzard sobre su futuro en la empresa fusionada, lo que podría generar una pérdida de talento vital. • Desafíos Tecnológicos: La combinación de infraestructuras tecnológicas, sistemas, y plataformas puede resultar en desafíos técnicos y de integración, lo que podría afectar el rendimiento y la eficiencia operativa. • Regulaciones y Aprobaciones: El proceso regulatorio para la aprobación de la adquisición podría llevar tiempo y requerir concesiones, lo que podría retrasar la integración y afectar la planificación a corto plazo. • Reputación y Relaciones con Stakeholders: La fusión puede generar preocupaciones entre los clientes, socios comerciales y otros stakeholders, lo que puede afectar la percepción y la confianza en la empresa resultante.
<p>¿La cultura de la empresa objetivo encaja con la nuestra?</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Según Nandella (2022) la misión de ambas compañías se complementa. • Sin embargo, si bien ambas empresas comparten valores de innovación y calidad, puede haber diferencias culturales que podrían requerir ajustes y adaptaciones durante el proceso de integración.
<p>¿Cuál es la gobernanza y asignación de recursos adecuada para ayudar a ejecutar con éxito la transacción?</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Equipos de gestión de la transición e integración: Dada la magnitud de la transacción, resulta crítico que se formen equipos encargados de gestionar la transición y la integración. • Plan de integración: Asimismo, es fundamental que se formulen planes de integración e implementación claros y alineados con la estrategia de la transacción. • Comunicación: mantener una comunicación abierta y constante con empleados, clientes, inversionistas y otros stakeholders para abordar inquietudes y expectativas, brindando claridad y perspectiva.

Fuente: *Elaboración propia*

Anexo 2: Consideraciones antimonopolio

Esta adquisición, debido a su envergadura, ha sido sometida a un riguroso proceso de aprobación por parte de diversos organismos de antimonopolio. Este proceso es fundamental para garantizar que la transacción se realice dentro de los marcos legales y éticos, además de asegurar la preservación de la competencia justa en el mercado de los videojuegos.

Finalmente, la transacción fue aprobada el 13 de octubre de 2023. En el proceso, Microsoft tuvo que ceder con algunas concesiones, entre las que apremia destacar:

- Tras críticas por parte de Sony, Microsoft se comprometió a no tener exclusividad de la franquicia de Call of Duty por 10 años hasta 2033, permitiendo que el videojuego se comercialice para Playstation y Nintendo Switch.
- Tras oposición por parte del organismo regulador de Reino Unido conocido como Competition and Markets Authority (CMA), Microsoft acordó vender los derechos de streaming o transmisión de los videojuegos de Activision Blizzard a Ubisoft por 15 años.

En la Tabla 33, se detallan los organismos que aprobaron la transacción.

Tabla 33: Aprobación de la transacción por organismos antimonopolio

País	Organismo	Estado	Fecha
Arabia Saudita	General Authority for Competition (GAC)	Aprobado	21/08/22
Brasil	Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE)	Aprobado	05/10/22
Serbia	Commission for Protection of Competition (CPC)	Aprobado	28/11/22

Estados Unidos	Federal Trade Commission (FTC)	Pendiente ¹	08/12/22
Chile	Fiscalía Nacional Económica [es] (FNE)	Aprobado	29/12/22
Japón	Japan Fair Trade Commission (JFTC)	Aprobado	28/03/23
Sudáfrica	The Competition Commission South Africa (CCSA)	Aprobado	17/04/23
Ucrania	Antimonopoly Committee of Ukraine (AMCU)	Aprobado	27/04/23
Unión Europea	European Commission (EC)	Aprobado	15/05/23
China	State Administration for Market Regulation (SAMR)	Aprobado	19/05/23
Corea del Sur	Korea Fair Trade Commission (KFTC)	Aprobado	30/05/23
Turquía	Turkish Competition Authority (TCA)	Aprobado	13/07/23
Nueva Zelanda	Commerce Commission New Zealand (CCNZ)	Aprobado	07/08/23
Taiwán	Taiwan Fair Trade Commission (TFTC)	Aprobado	09/10/23
Reino Unido	Competition and Markets Authority (CMA)	Aprobado	13/10/23
Australia	Australian Competition & Consumer Commission (ACCC)	Revisión suspendida	16/10/23

¹ El organismo FTC se opuso a la adquisición, pero el 11 de Julio de 2023 la corte de California le denegó el permiso de detener la transacción.