



CREACION DE VALOR POR REESTRUCTURACION: SEALED AIR

Sealed Air Co. pagó a sus accionistas un dividendo especial de 40 dólares por acción en 1989. El dividendo especial suponía un pago de 329,8 millones de dólares, que la empresa tomó prestados en su mayor parte. Después de pagar el dividendo, la empresa tuvo un *valor contable de los recursos propios negativo de 160 millones de dólares*. Este gran apalancamiento de la empresa estuvo acompañado de una sustancial mejora en sus ratios de eficiencia. Sealed Air proporcionó una creación de valor para los accionistas de 885 millones de dólares (una rentabilidad del 290%) desde abril de 1989 hasta diciembre de 1992. Antes de la reestructuración financiera, desde diciembre de 1986 hasta abril de 1989, la destrucción de valor fue de 96 millones de dólares (una rentabilidad para los accionistas del 6%). En esta etapa, la rentabilidad de la bolsa fue del 48%.

Reestructuración financiera

El 27 de abril de 1989, Sealed Air Co. emitió una nota de prensa en la que anunciaba un dividendo especial de 40 dólares por acción a pagar el 11 de mayo de 1989 (véase en el Recuadro los aspectos más importantes de la nota de prensa). Durante los 30 días anteriores a este anuncio, el precio de la acción había oscilado entre 44 y 46 dólares. En los diez años anteriores, la empresa había pagado dividendos trimestrales, pero nunca superaron los 0,18 dólares por acción.

Caso preparado por el Profesor Pablo Fernández, como base de discusión y no como ilustración de la gestión, adecuada o inadecuada, de una situación determinada. Marzo de 2003.

Copyright © 2003, IESE.

Para pedir otras copias de este documento, o un documento original para reproducirlo, llame al 34 932 536 558, envíe un fax al 34 932 534 497, escriba a IESE PUBLISHING, Avda. Pearson 21, 08034 Barcelona, España, o consulte <http://www.iesep.com>

No está permitida la reproducción total o parcial de este documento, ni su tratamiento informático, ni la transmisión de ninguna forma o por cualquier medio, ya sea electrónico, mecánico, por fotocopia, por registro o por otros medios.

Ultima edición: 27/3/03

Nota de prensa. Sealed Air anuncia un dividendo especial de 40 dólares por acción

SAC anunció hoy que pagará un dividendo especial de 40 dólares por acción el 11 de mayo de 1989. Hablando sobre el dividendo especial, el presidente de la empresa dijo: «El dividendo especial permitirá a los accionistas de la empresa realizar en dinero una porción muy significativa del valor de sus empresas, al tiempo que mantienen el interés accionarial en la misma.

»Nuestra estrategia ha sido siempre de liderazgo en productos para paquetería. A través de una combinación de desarrollo de nuevos productos y adquisiciones, la empresa tiene una trayectoria de crecimiento en ventas y en beneficios. Con las inversiones actuales, creemos que la empresa tiene suficiente capacidad productiva para satisfacer la creciente demanda de sus productos durante varios años sin significativas inversiones adicionales.

»También creemos que es improbable que en las actuales circunstancias de mercado encontremos oportunidades para adquisiciones importantes, a un precio aceptable, que sean consistentes con nuestra estrategia.

»A la vista de estas circunstancias y de otros factores, el Consejo determinó que es el momento adecuado de realizar valor para nuestros accionistas. El dividendo especial no se ha hecho como respuesta a ninguna oferta de adquisición externa.»

La empresa tenía 8.245.000 millones de acciones. El dividendo especial suponía un pago de 329,8 millones de dólares, el 87% del valor de mercado de la empresa. En caja solamente habían 54 millones de dólares; por consiguiente, debía tomar prestados la mayoría de los fondos requeridos para pagar el dividendo. Después de pagar el dividendo, la empresa tendría un valor contable de los recursos propios negativo de 160 millones de dólares.

La empresa

Fundada en 1960, Sealed Air fabricaba y vendía una amplia gama de productos para empaquetado. Uno de sus productos más famosos eran los plásticos con burbuja de papel. Otros productos eran sobres con autopegado, papel para absorber líquidos de carnes para los supermercados y materiales plásticos para empaquetar mercancías frágiles.

La empresa creció rápidamente durante sus primeros veinticinco años. Muchos de sus productos tenían patentes de producción. Sin embargo, a finales de 1985, un vicepresidente de la empresa manifestaba lo siguiente: «Necesitamos un revulsivo en la empresa. Durante veinticinco años, nuestra empresa se ha dedicado a desarrollar una fuerza de ventas para vender un producto estupendo. Todos nuestros productos tenían patentes. Nuestros precios han estado basados en el beneficio para el cliente, no en nuestros costes. Por eso hemos tenido márgenes entre el 45 y el 50%. No hemos necesitado producir de modo muy eficiente, no necesitábamos preocuparnos de la caja. En la empresa, la caja nunca ha sido un problema. Pero en 1985, es evidente que algunas cosas han cambiado. La mayoría de nuestras patentes están expirando y estamos afrontando mucha más competencia. Ya habíamos tenido alguno de estos problemas en Europa, y ahora los empezamos a tener también en Estados Unidos. Estamos poniendo más énfasis en aspectos del negocio que hasta

ahora habíamos cuidado poco, en particular, la producción. Hace dos años, nuestras empresas tenían costes de producción muy altos y mala planificación. Las mermas eran muy elevadas, teníamos demasiados inventarios, el control de calidad era muy deficiente y el control del proceso no funcionaba bien.»

El pago del dividendo especial a los accionistas se planteó después de un proceso en el que los cuatro criterios clave eran:

1. Crear valor para los accionistas
2. La sencillez
3. Favorecer a todos los accionistas por igual
4. No provocar amenazas de opas de fuera de la empresa

Al comunicar el dividendo especial a los bancos, la empresa se encontró con dos problemas:

1. Los bancos estaban preocupados respecto al compromiso de los directivos con la empresa tras el cobro de grandes dividendos. Los directivos poseían muchas acciones.
2. Muchos bancos no querían conceder créditos a una empresa con recursos propios negativos.

A pesar de estos problemas, SAC consiguió financiar el dividendo especial. La empresa obtuvo un préstamo de Bankers Trust por 136,7 millones de dólares (ampliable hasta 210 millones), con un interés del 11,5%¹. SAC también emitió 170 millones de dólares en bonos subordinados, a 10 años, con un interés del 12,625%. Para financiar los 23,1 millones de dólares restantes, la empresa utilizó 5,6 millones que había recibido como dividendo de sus subsidiarias y liquidó inversiones a corto plazo. El acuerdo con los bancos también requería que cualquier dinero procedente de la venta de activos se destinase a prepagar créditos. Además, SAC no podría tomar préstamos adicionales.

La empresa podía empezar a amortizar los bonos a partir de 1992 con una prima del 7,9% sobre el nominal. La prima por amortización anticipada iba declinando, hasta desaparecer en julio de 1997.

Las comisiones y otros gastos asociados con el dividendo especial fueron 20,9 millones de dólares.

En la Tabla 1 se puede observar que los recursos propios fueron negativos en 1989, debido al pago del dividendo. También se aprecia el aumento de la deuda en dicho año, para hacer frente al pago del dividendo. La Figura 1 muestra el gran descenso que sufrió el precio de la acción como consecuencia del cuantioso pago del dividendo.

¹ El tipo preferencial de Bankers Trust más 1,5%.