



Universidad de Buenos Aires
Facultad de Ciencias Económicas
Biblioteca "Alfredo L. Palacios"



Fusiones y adquisiciones de empresas

Galletti, Eduardo

2001

Cita APA: Galletti, E. (2001). Fusiones y adquisiciones de empresas.
Buenos Aires : Universidad de Buenos Aires.

Facultad de Ciencias Económicas. Escuela de Estudios de Posgrado

Este documento forma parte de la colección de tesis de posgrado de la Biblioteca Central "Alfredo L. Palacios".
Su utilización debe ser acompañada por la cita bibliográfica con reconocimiento de la fuente.

Fuente: Biblioteca Digital de la Facultad de Ciencias Económicas - Universidad de Buenos Aires



Secretaría de Posgrado
Facultad de Ciencias Económicas

017-0097

UNIVERSIDAD DE BUENOS AIRES

*Col. 1502/0089
(duplicado)*

**CARRERA DE ESPECIALIZACION EN
ADMINISTRACION FINANCIERA**

CATALOGADO

TESIS FINAL

FUSIONES Y ADQUISICIONES DE EMPRESAS

*dep. G.330; G.3352
GIF
Tesis M.*

ALUMNO: GALLETTI EDUARDO

TUTOR: DR. MARIO HUGO AZULAY

2001

BIBLIOTECA DE LA FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS
Profesor Emérito Dr. ALFREDO L. PALACIOS

CARRERA DE ESPECIALIZACIÓN EN ADMINISTRACIÓN FINANCIERA

TESIS:

FUSIONES Y ADQUISICIONES DE EMPRESAS

El objetivo del presente trabajo es cubrir dos aspectos fundamentales en todos los procesos de fusiones y adquisiciones, como son el proceso decisorio y la valuación de la operación.

La idea principal es establecer un marco teórico en el cual se debería desarrollar toda adquisición para que su resultado sea exitoso, y profundizar sobre los distintos métodos de Valuación de Empresas.

Se ha buscado demostrar cuales son las principales ventajas que se pueden extraer de las escuelas de pensamiento estratégico para aplicarlas en las operaciones de M&A, estableciendo un nexo necesario entre la estrategia corporativa desarrollada en el seno del órgano máximo de la compañía y el proceso decisorio de fusiones y adquisiciones.

El segundo tema desarrollado tiene por objeto demostrar cuál es la técnica más apropiada para valorizar las operaciones de M&A. El principio rector para poder establecer la selección del método adecuado, ha sido el postulado financiero de creación de valor para el accionista, entendiendo que este principio es el que va a orientar las decisiones financieras de los inversores.

INDICE

PRIMER MODULO: FUSIONES Y ADQUISICIONES ASPECTOS GENERALES

	PAGINA
1) PLANEAMIENTO Y ESTRATEGIA	1
2) PROCESO DE ADQUISICIÓN	2
A) Desarrollo del Plan Estratégico de Adquisición	2
Integración Horizontal	4
Integración Vertical	4
Diversificación	4
B) Definir Criterios de Selección	5
C) Evaluando Alternativas	5
En búsqueda del candidato	5
a) Factores Competitivos de la Industria	6
b) Estrategia Operativa: aspectos particulares de los candidatos	
Preseleccionados	8
- Calidad Total	8
- Participación de Mercado	9
- Intensidad de Capital	9
- Productividad	9
Estrategia de Comunicación	10
- Términos de Negociación	10
Estructurando la Operación	11
- Proceso "Due Dilligence"	11
Situaciones especiales de evaluación	13
- Compañías con Problemas	13
- Adquisición de Empresas que cotizan en Bolsa	14
3) CULTURA ORGANIZACIONAL	16

	PAGINA
4) ASPECTOS LEGALES, REGULATORIOS E IMPOSITIVOS	18
Ley de Sociedades Comerciales (19.550)	18
Ley de Defensa de la Competencia (Ley 25.156)	19
Impuestos a las Ganancias. Reorganización de sociedades	22
Impuesto al Valor Agregado (IVA)	23
Comisión Nacional de Valores	24
Normas Profesionales	24
5) FUSIONES Y ADQUISICIONES EN ARGENTINA	26
Las tendencias de la inversión extranjera directa (IED) en los años '90	27
Razones que explican el cambio de actitud de la inversión extranjera en los '90	30
Principales operaciones registradas en el mercado local	29
Ranking de Asesores de Transacciones (en el mundo – 1999)	32
Las movidas del futuro	32
Nivel de M&A en el pasado y en el futuro próximo	33
Principales inversiones argentinas en Brasil	33

SEGUNDO MODULO: VALUACION DE EMPRESAS

1) PRECIO VS. VALOR	36
2) METODOS DE VALUACIÓN	36
A) BASADOS EN DATOS PATRIMONIALES	36
METODOS BASADOS EN EL BALANCE	36
Valor Contable	37
Valor Contable Ajustado	37
Valor de Liquidación	37
Valor Substancial	37
METODOS BASADOS EN LAS CUENTAS DE RESULTADOS	38
Valor de los Beneficios. Price Earnings ratio (PER)	38
Valor de los Dividendos	39

	PAGINA
Método de los Múltiplos	41
B) METODOS BASADOS EN EL FONDO DE COMERCIO	43
Método de valoración “clásico”	43
Método simplificado de la “renta abreviada del fondo de comercio” o “método de la Unión de Expertos Contables Europeos (UEC)”	44
Método de la Unión de Expertos Contables Europeos (UCE)	44
Método indirecto o método de los prácticos	44
Método anglosajón o método directo	45
Método de compra de resultados anuales	45
Método de la tasa con riesgo y sin riesgo	45
Críticas a los métodos de fondo de comercio	45
C) METODOS BASADOS EN LOS FLUJOS DE FONDOS	46
OBJETIVO	47
RENTA PERPETUA	47
TASA DE DESCUENTO	48
Costo de Capital Promedio Ponderado	48
Capital Asset Pricing Model (CAPM)	48
Método del “Build-up Approach”	49
Muestra realizada en EEUU sobre las principales prácticas financieras	50
ARQUITECTURA FINANCIERA (ESTRUCTURA OPTIMA DE CAPITAL)	50
CALCULO DEL VALOR DE LA EMPRESA A PARTIR DEL FLUJO DE FONDO	54
Flujo de Fondos para el Accionista	55
Flujo de Fondos de Capital	55
Flujo de Fondos Libres	55
El comportamiento aleatorio de los Flujos de Fondos	57
Modelos de Simulación: Método de Monte Carlo	58
CASO PRACTICO DE VALORIZACION DE UNA EMPRESA	58

	PAGINA
D) OTROS METODOS DE VALORIZACION	60
EVA (ECONOMIC VALUE ADDED)	60
MVA (MARKET VALUE ADDED)	60
LA RELACION ENTRE MVA y EVA	61
EVA COMO HERRAMIENTA FINANCIERA	64
INTRODUCIENDO EVA EN LA VALORIZACIÓN	65
CASO PRACTICO DE VALORIZACIÓN	66

TERCER MODULO: FUSIONES Y ADQUISICIONES ASPECTOS GENERALES

FUSIONES Y ADQUISICIONES: DE LA PLANIFICACIÓN A LA ACCION	67
VALUACIÓN DE EMPRESAS	70
ANEXOS	
BIBLIOGRAFIA	

PRIMER MODULO: FUSIONES Y ADQUISICIONES ASPECTOS GENERALES

1) PLANEAMIENTO Y ESTRATEGIA

Las fusiones y adquisiciones representan un paso importante en la vida de las empresas. Para una mayor probabilidad de éxito debería incluirse este “proceso decisorio” en el planeamiento estratégico de la firma de manera de establecer las bases para lograr dicho fin.

En este sentido, una adquisición basada en una estrategia corporativa es mucho más efectiva que la adquisición que surja como resultado de una reacción impulsiva hacia una oportunidad atractiva.

Sí observamos con detenimiento algunos efectos producidos por los M&A, tales como el impacto que tienen sobre ganancias, participaciones societarias y la salud financiera en general de la compañía, vamos a apreciar los parecidos que tienen con el tratamiento de Proyectos de Inversión, por cuanto deberían ser tratados con el mismo rigor estratégico que éstos.

Una adquisición no puede quedar sujeta a la aparición de una “oportunidad de mercado”, debe tener un grado máximo de correlación con las políticas definidas por la organización.

La tendencia actual es la de desarrollar una M&A como un “programa proactivo”, donde toma la iniciativa la figura del comprador. En lugar de reaccionar ante las oportunidades que se le presenta, el perfil proactivo está orientado a determinar primero los objetivos, para luego moverse agresivamente para conseguirlos.

Con un programa de adquisición proactivo basado en la planificación estratégica, la empresa está más cerca de evitar costos por errores, y favorecer combinaciones de negocios que contribuyan a la creación de valor para los accionistas. Incluso le otorga al management un considerable control sobre los destinos de la compañía.

Los objetivos más comunes en M&A son crecimiento, diversificación, acceso a tecnología e introducción de nuevos productos o mercados por cuanto deberán seguir los lineamientos trazados por la estrategia corporativa.

El proceso de planificación estratégica es imprescindible para mantener una empresa vigente. El punto de partida se encuentra en la definición de la “Misión Corporativa”, en este punto se pone énfasis en las principales políticas que la empresa quiere resaltar.

El proceso de planeamiento estratégico que comienza con la misión corporativa incluye las siguientes pasos:

- análisis del entorno
- análisis de las capacidades internas
- análisis FODA
- establecer la visión estratégica
- establecer objetivos y metas
- elaborar un plan de implementación

El producto de este proceso es el “Plan estratégico de la organización”.

Según Michael Porter se pueden identificar tres estrategias genéricas:

- a) **Liderazgo en costos:** consiste en alcanzar una posición de costos más bajos que la competencia de manera de poder reducir los precios para obtener mayor cuota de mercado o de alcanzar mayor rentabilidad para afirmar la posición de liderazgo.
- b) **Diferenciación:** consiste en la creación de elementos intangibles percibidos por los clientes.
- c) **Focalización:** implica la elección de un nicho / segmento de negocio.

Toda operación de M&A deberá estar orientada a contribuir con la estrategia global definida por la organización.

2) PROCESO DE ADQUISICION

A) Desarrollo del Plan Estratégico de Adquisición:

El objetivo de la operación de M&A deberá estar alineado con el concepto de crear valor para los accionistas. El plan debe tener estrecha vinculación con la estrategia del negocio. El sólo hecho de tener exceso de flujos de fondos, liquidez o capacidad de obtener préstamos fácilmente puede inducir a tomar decisiones erróneas considerando a la adquisición como posible sólo desde el punto de vista del financiamiento.

Sólo un plan organizado puede asegurarle a la compañía que se están considerando las alternativas apropiadas; incluso una adquisición defensiva o la identificación de un socio estratégico tendrán mayores probabilidades de éxito si están incorporadas dentro de un programa de adquisición.

Para saber si una alternativa está orientada a crear valor para los accionistas deberá ofrecer claras ventajas para

alcanzar los mismos objetivos corporativos de crecimiento.

Estas ventajas pueden ser:

- menor nivel de riesgo: diversificar la cartera de clientes y/o productos.
- menor competencia: eliminar competencia a través de la adquisición de empresas del sector.
- menores costos: generar economías de escala.

Los objetivos deben ser definidos y cuantificables, de manera de evaluar las alternativas tomando decisiones del tipo “hacerlo o comprarlo”.

El mismo proceso que ayuda a determinar el plan estratégico general de la compañía puede ser usado para designar el programa de adquisición como un componente integral de este plan. Un plan integrado de adquisición debería estar basado en la evaluación de los factores internos y externos, identificar las fortalezas competitivas sobre el cual construirlo, las desventajas sobre las cuales trabajar su corrección, las necesidades tecnológicas, la sensibilidad de costos, y cualquier otro aspecto estratégico que se presente.

Este enfoque asegura que el programa de adquisición estará enmarcado en la estrategia general de la organización y orientado a incrementar el valor de los accionistas.

Se le deberá dar al programa de adquisición un grado de importancia mayor al que pueda tener por ejemplo un proyecto de inversión de capital.

En el mismo deberá involucrarse a los más altos responsables de cada sector, constituyendo así un equipo multidisciplinario, involucrando las funciones de finanzas, producción, legales, impuestos, auditoría, etc., asegurándose que el punto de vista y consideraciones particulares de cada departamento serán tenidas en cuenta.

En todo proceso de adquisición es saludable contar con asesores externos que participen en el proceso de adquisición. Las áreas sobre las cuales se desarrolla una mayor participación son la Financiera, Impositiva y Legal. Es de carácter fundamental que el asesoramiento financiero participe en forma full-time durante todo el proceso, coordinando la interrelación con los otros sectores involucrados.

La participación de asesoramiento externo durante el proceso decisorio involucra:

- Consultar sobre las potenciales consecuencias impositivas, formas de estructurar la operación, análisis de flujos de fondos, etc.
- Participar en la revisión de las tareas principales. Dentro de sus responsabilidades podemos incluir la evaluación histórica de los estados financieros de la firma, la identificación de activos y pasivos sobrevaluados o devaluados, la preparación y desarrollo de los resultados operativos y cash flow proyectados de la Compañía
- Guía para desarrollar la forma en que la operación será estructurada

- Revisión de todos los aspectos regulatorios relacionados con las normas vigentes
- Maximizar los beneficios impositivos
- Evaluar los sistemas y procedimientos utilizados por la firma

Generalmente una adquisición se encontrará enmarcada en uno de los tres tipos de estrategia: integración horizontal, integración vertical o diversificación.

1) Integración Horizontal:

Una estrategia de adquisición basada en una integración horizontal es por lo general bastante segura. Este tipo de adquisiciones está orientada a incorporar líneas de productos, eliminar competidores y en algunos casos a incrementar participación de mercado.

Sobre este último objetivo se ha observado que es el principal “driver” de las utilidades, por cuanto la estrategia apunta a conseguir menores costos con un mayor volumen (aumentar la masa crítica).

Adicionalmente una integración horizontal al incorporar nuevos productos permite mejorar la productividad del canal de distribución.

2) Integración Vertical:

Una estrategia de adquisición orientada al proveedor o hacia los clientes puede ser significativamente más compleja y riesgosa que una integración horizontal.

Una integración vertical a menudo envuelve a los gerentes en la adquisición de una compañía dentro de un nuevo negocio.

Una integración hacia arriba puede resultar que la compañía termine compitiendo con los actuales clientes, mientras que una integración hacia abajo puede resultar más compleja y puede que incremente la intensidad de capital (inversión) y que reduzca la flexibilidad de los recursos.

En la actualidad la tendencia es que las compañías tiendan a desinvertir, dejando algunas funciones en manos de especialistas, de manera de reducir costos, ganar en calidad de servicio y flexibilidad.

Generalmente este tipo de estrategias de adquisición pueden ser satisfactorias si son utilizadas para asegurarse los recursos de un proveedor o los de un canal de distribución, reduce significativamente los costos de proveedores y de distribución afectando adversamente la flexibilidad. Otros objetivos a alcanzar pueden ser mejorar la eficiencia de producción, capital de trabajo, acceder a nuevas tecnologías o incrementar barreras de entrada.

El aspecto negativo de las mismas es que aumenta la inversión y reduce la flexibilidad del proveedor o de la distribución.

3) Diversificación:

Al igual que una estrategia de integración vertical, la estrategia basada en la diversificación puede ser riesgosa. A pesar de esto, puede reducir los riesgos financieros asociados con el estacional o ciclo del negocio.

Toda adquisición basada en esta estrategia va a requerir mayor demanda de gerentes involucrados con esos negocios, de manera de entender lo intrincado de diferentes negocios, industrias o fuerzas competitivas.

Esta estrategia atenta contra los beneficios que se puedan producir por sinergias, particularmente aquellas asociadas con la fortaleza de los recursos, costos y utilización de la cadena de distribución.

A través de la comprensión de la estrategia de negocios del adquirente y el rol que juega la adquisición en la estrategia permite a las compañías a formular más específicamente los criterios de adquisición, y utilizando estos criterios, evaluar los objetivos de adquisición más eficientemente.

B) Definir Criterios de Selección:

Se deberán establecer dentro del proceso de planificación de la adquisición los criterios principales a aplicar en cada área.

La lista de criterios permite mantener un orden y ayuda a describir a los potenciales candidatos.

Una típica lista puede incluir factores como:

- Industria o segmento de industria
- Método de distribución
- Tamaño
- Límites Geográficos
- Fortalezas Competitivas
- Importancia de la continuación del management
- Rango de precios

Es recomendable como se expresara anteriormente contar con la colaboración de un asesor financiero externo para definir los criterios de la adquisición. Incluso podría permitir acceder a nuevos desarrollos de mercados para financiar la adquisición.

Una vez desarrollado el proceso de planificación de la adquisición en términos de objetivos, participantes y soporte externo, deberá buscarse el candidato que reúna la mayor cantidad de condiciones.

C) Evaluando Alternativas:

C.1) En búsqueda del candidato:

El proceso de identificación del candidato se inicia con la construcción del universo. Se trata de armar una lista con todas las compañías que cumplen con los criterios predefinidos.

A primera vista la lista puede parecer de un tamaño tal que haría inmanejable cualquier selección. No obstante, a medida que se van aplicando los criterios de selección, ésta se irá reduciendo hasta contar con un número manejable de candidatos.

Esta primera aproximación da al comprador una sensación de lo dinámico que puede ser el segmento de la industria. Adicionalmente podemos tener a la vez las condiciones de competencia, las tendencias de crecimiento de la industria, y cualquier otra información al respecto proporcionado por el análisis del mercado.

Una vez que contamos con una lista de candidatos es conveniente acudir a un asesor financiero para solicitarle su intermediación. Estudios sobre adquisiciones han demostrado que tanto Bancos de Inversión como Brokers participan activamente en la operaciones de M&A y su aporte resulta indispensable dado el conocimiento adquirido en otros mercados.

La llave para evaluar un candidato es entender en profundidad su estrategia de negocios. Toda la información recolectada en base a los criterios seleccionados precedentemente deberá ser evaluada por el equipo multidisciplinario seleccionado para tal fin. Determinados los factores competitivos de la industria se analizará la posición competitiva de los candidatos preseleccionados.

El primer paso en el proceso de evaluación es hacer un análisis de segmentación para determinar el segmento en el cual el candidato opera.

Cada segmento tiene diferentes factores de competencia de acuerdo con la estrategia operativa y la posición competitiva, por cuanto pueden variar de un segmento a otro. Solamente definiendo el segmento estos factores pueden ser comprendidos y evaluados adecuadamente.

El análisis deberá incluir:

a) Factores Competitivos de la Industria

Michael Porter aporta la metodología de trabajo a seguir para entender las fuerzas competitivas que inciden sobre la industria en general. De su análisis surgirán los factores claves de éxitos de esa industria y los trazos a seguir para alinear la adquisición con los objetivos de la compañía.

El esquema desarrollado por Michael Porter se centra en el análisis de las cinco fuerzas que rigen la competencia en una industria: la amenaza de nuevos competidores, el poder negociador de los clientes, el poder negociador de los proveedores, la amenaza de sustitución de productos o servicios y la pugna entre rivales actuales.

En el modelo de Porter, el análisis de los nuevos ingresantes trata de determinar la amenaza o probabilidad de que nuevas empresas ingresen a la industria y compitan por el valor de la actividad.

El análisis de barreras para el ingreso implica monitorear:

- costos críticos: establecer la existencia de economías de escala
- requisitos de capital: la necesidad de fondos de la inversión inicial constituirá una barrera de entrada en la medida que la operación no permita el resultado esperado
- política gubernamental: evaluar si la política económica propicia o dificulta la inversión
- identidad de marca: analizar el grado de internalización de la marca en el consumidor.

La fuerza de los compradores es otro concepto que debe ser comprendido, pues determina en manos de quien quedará el valor creado. El poder que ejerza sobre la industria determinará cuan comprometida puede esta la rentabilidad de la empresa.

Los factores que influyen en esta fuerza son:

- productos sustitutos: posibilidad de que los productos comercializados por la empresa sean reemplazados por otros que otorguen al consumidor el mismo grado de satisfacción
- sensibilidad frente a los precios: evaluar la elasticidad de la demanda
- diferencias en los productos: analizar el nivel de calidad

La amenaza de sustitutos determina el grado por el cual otro producto puede satisfacer las necesidades del mismo comprador, lo cual naturalmente pondría un límite a la suma que el comprador estaría dispuesto a pagar y provocaría la reducción de los márgenes de utilidad.

El poder negociador de los proveedores se constituirá en una amenaza en la medida que éstos mantengan el valor creado para los compradores, y no las empresas de esas industrias.

Los factores que influyen son:

- concentración de proveedores: facilita tomar acciones en conjunto
- amenaza de integración de proveedores: debilita el poder de negociación de la empresa

La quinta fuerza esta relacionada con el poder de los competidores actuales y la amenaza de ingreso de nuevos competidores. Determina el grado de rivalidad entre las firmas de una industria en la competencia por el valor que crearon.

La evaluación de las fuerzas competitivas del mercado le otorgarán al comprador el conocimiento respecto de la posición del candidato en el mercado y la posibilidad de corroborar que los objetivos de la operación de M&A tienen una correlación positiva respecto a los objetivos incluidos en el Plan estratégico de la empresa.

b) Estrategia Operativa: aspectos particulares de los candidatos preseleccionados

Por lo general la estrategia operativa incluye planes sobre gerenciamiento de la calidad total, participación de mercado e intensidad de las inversiones.

Estos componentes del análisis proveen las bases para una evaluación favorable del candidato potencial para la adquisición. Las sinergias pueden ser identificadas y cuantificadas.

Componentes de una Estrategia Operativa:

- Relacionados con Calidad:
 - nuevos productos
 - calidad de los productos actuales
 - costo de calidad
- Relacionado con la participación de mercado
 - segmentación de mercado
 - intensidad de mercado
- Intensidad de Inversión
 - inmovilización de capital
 - capital de trabajo
 - planes de inversión
- Productividad
 - automatización, tercerización, etc
 - efectividad y eficiencia en la producción

Calidad Total:

Se deberá efectuar un relevamiento de las políticas del candidato sobre TQM:

- indagar cuales son las acciones que está llevando a cabo para incorporar las necesidades de sus clientes a su producción, marketing, distribución y administración. Y cuales acciones se están desarrollando para eliminar las áreas que no crean valor.

- evaluar la satisfacción al cliente y la efectividad de los lanzamientos de productos y/o servicios.

Evaluar al candidato en el aspecto externo es relativamente fácil, quien adquiere puede directa o indirectamente encuestar a los clientes, y comparar los resultados con los indicadores de los competidores del candidato.

Los aspectos relevados apuntan a la introducción de nuevos productos, el impacto de cambios tecnológicos, productos obsoletos o sustitutos.

Evaluando la manera que el candidato hace foco en su TQM se determina el costo de calidad del candidato. Esto puede dar una dimensión del potencial que tiene el candidato, y la perspectiva que existe en reducción y optimización de estos costos, como así también cuál es el impacto que tiene sobre los consumidores.

Participación de Mercado:

La segunda estrategia operativa es la expansión de la participación de mercado, significa que los beneficios podrían incrementarse a través de una mayor participación en el mercado.

Las ventajas pueden estar en:

- una utilización más efectiva del capital, reduciendo la exposición a los ciclos de expansión y contracción
- mejor presencia en el mercado y la posibilidad de beneficiarse a través de la expansión del mercado.
- menores costos a través del impacto de economías de escala
- mayores utilidades, las cuales pueden ser utilizadas para reinvertir en entrenamiento, tecnología, investigación y desarrollo, publicidad y promoción, etc.

La evaluación del candidato respecto de este componente de la estrategia operativa no sólo tienen incidencia sobre la decisión de adquirir, sino también en las estrategias a futuro si la operación se realiza. Si se trata de una empresa líder la estrategia a futuro va a estar desarrollada en función de mantener el liderazgo, aprovechando la economía de escala, nuevos productos, mejorar la imagen y continuar innovando. Si el caso es de una empresa que no ejerza el liderazgo, la estrategia de TQM recobra una mayor importancia dado que deberá apuntar a un nicho de mercado para desarrollarse, diferenciándose del líder.

Intensidad de Capital:

En la evaluación del candidato es muy importante analizar cómo el candidato ha invertido el capital históricamente, y cuales fueron los factores que motivaron su utilización.

Por lo general un segmento del mercado donde se destaca un nivel alto de inmovilización de capital, se caracteriza por un ambiente de agresiva competencia donde las compañías compiten por utilizar al máximo sus plantas y equipamientos. Estas situaciones pueden derivar en períodos de guerra de precios y reducción de las utilidades.

Por el contrario un segmento donde la necesidad de capital es menor se caracteriza por una mayor flexibilidad donde serán menores las restricciones para que ingresen otros participantes.

Productividad:

Este aspecto también será evaluado, se buscará medir las iniciativas tomadas para aumentar la productividad. Por lo general se medirá con indicadores de desempeño como ser cantidad de productos por hora hombre /por hora de máquina, etc. Dada la adquisición, desde el primer día se deberá trabajar conjuntamente con los empleados de la empresa adquirida para mejorar los indicadores de performance.

Analizada toda la información pertinente al mercado y a los candidatos preseleccionados se recomienda la utilización de herramientas tales como árboles de decisión o análisis FODA (fortalezas – oportunidades –debilidades y amenazas) para asignarle un orden de prioridad a los candidatos preseleccionados.

C.2) Estrategia de Comunicación:

Una vez trazada la estrategia, analizados los objetivos, definido el perfil del candidato y señalado el postulante debería establecerse una estrategia de comunicación (plan de acercamiento).

Es recomendable diseñar una estrategia de aproximación al candidato en función de su perfil.

Deberán diferenciarse los métodos a utilizar en función a su estado, y orientados al tipo de cliente. Puede darse el caso de una empresa pública, una empresa en manos de varios accionistas o de un sólo titular, para cada uno de estos deberá planearse la forma de abordarlos.

La tarea de comunicación constituye un plan en sí mismo, donde cada paso deberá ser previamente diseñado.

En el caso de empresas de un sólo dueño, por ejemplo, no se recomienda que se aborde al titular de la firma, es preferible armar una estrategia de acercamiento a través de miembros del directorio, abogados o asesores financieros, dado que sus consideraciones excederán lo meramente financiero.

Por lo general la estrategia de comunicación estará iniciada por una carta de intención / un llamado telefónico, donde se tratará de mostrar interés por tener algún contacto con la compañía, sin mencionar la intención de adquisición, sino demostrando cierto interés de hacer negocios en forma conjunta.

El paso siguiente es demostrar, al candidato potencial, cuales fueron los argumentos analizados para señalarlo como tal, cuales son las ventajas y desventajas observadas, sin dejar de mencionar cuales son los objetivos de la operación. Esto puede ayudar a la resistencia de no vender.

Cuando el interés de la otra parte es confirmado, es esencial moverse con rapidez. Deberá concretarse una reunión con el candidato para conocer acerca de los objetivos de la parte vendedora, cuales son sus expectativas de precio, como así también conocer su performance operativa y financiera.

El objetivo de la compradora es obtener toda la información necesaria para determinar un precio preliminar y enviar una carta de intención que contenga los puntos principales de la propuesta de adquisición.

Términos de Negociación:

En una adquisición, el rango de negociación será función de los valores estimados que se obtengan analizando la operación, como si se llevara a cabo en forma separada y en forma combinada.

La participación de un asesor financiero en esta etapa puede ayudar al proceso. El proceso de valuación servirá para determinar el techo y el piso de la operación, como así también dejará al descubierto cuales son los factores que pueden afectar la valuación.

Una importante consideración en el precio de la adquisición es entender la disponibilidad y costo del financiamiento, el asesor financiero jugará un papel preponderante para entender las condiciones del mercado.

Las consideraciones sobre precio generalmente dominan las negociaciones entre compradores y vendedores.

Una segunda consideración, no menos importante, que debería tenerse en cuenta es que la negociación es la preservación de los atractivos no financieros característicos de la compañía a adquirir.

El éxito en la negociación estará dado por mantener y agregar factores claves de éxito una vez que se haya realizado la adquisición.

C.3) Estructurando la Operación:

Una vez que las partes deciden ir en el mismo sentido, generalmente se formaliza con una carta de intención, esta es un resumen de las principales condiciones y términos de la transacción. Generalmente contiene los motivos de la operación, las consideraciones sobre precio y el tiempo en que debe ser completada la operación.

Frecuentemente en el mundo de los negocios se adjunta a la carta de intención un contrato de confidencialidad y exclusividad que es firmado por ambas partes donde las compromete a que todo el producto del análisis y evaluación del proceso no sea difundido, y que mientras dure el mismo no podrán tener contacto con otros candidatos u oferentes.

Proceso “Due Dilligence”:

Una vez que la carta de intención y el acuerdo de confidencialidad hayan sido firmados, el comprador organiza un equipo multidisciplinario de trabajo, en el que incluirá empleados, abogados, asesores financieros, etc.

El proceso de evaluación que comienza en esta etapa se desarrollará dentro de la empresa vendedora.

Involucra en un corto plazo aprender lo máximo que sea posible acerca del negocio del vendedor, sus finanzas y sus procesos operativos.

El comprador necesita confirmar los beneficios de la adquisición y asegurarse que no haya pasivos no contabilizados o riesgos no identificados que podrían significar un impacto en el negocio antes de que la operación se realice.

Los trabajos desarrollados en este proceso implican algunas tareas como ser la verificación de propiedad sobre activos, revisar lista de clientes y proveedores, auditar los estados financieros y procedimientos, incluso revisar todos los contratos y acuerdos firmados por la Compañía.

Uno de los puntos fundamentales en toda adquisición es llegar a conocer al máximo la situación económica y financiera por la que está pasando el candidato.

Son fuentes de información los papeles de trabajo de auditoría, tanto interna como externa, presupuestos operativos, flujo de fondos proyectados. El cuadro de situación se puede complementar a través de reportes de consultoras, contratos y acuerdos firmados por la Compañía, etc., y toda información acerca de pasivos contingentes: garantías, juicios.

El proceso de evaluación incluirá el análisis cualitativo de los rubros del balance. Algunos de los aspectos a tener en cuenta según el rubro son:

Activos:

- Inversiones de Corto Plazo:
 - política de inversiones
 - valuación y calidad de la inversión.

- **Créditos:**
 - tipo de concentración
 - dependencia de uno o pocos clientes
 - estacionalidad
 - rotación de los créditos
 - verificación de créditos
- **Bienes de Cambio:**
 - inventarios obsoletos
 - rotación de inventarios
 - técnicas de valuación de inventarios
 - seguros
- **Bienes de Uso**
 - sobrevaluación
 - obsolescencia técnica
 - planta o equipos con capacidad ociosa
 - falta de mantenimiento / falta de medidas de seguridad
 - existencia de gravámenes
- **Bienes Inmateriales**
 - técnicas de valuación

Pasivos:

- **Comerciales**
 - concentración de proveedores
 - existencia de proveedores potenciales en el mercado
 - calidad de insumos
 - garantías
- **Deudas Financieras**
 - concentración de acreedores bancarios
 - deudas en moneda extranjera
 - plazos y garantías
 - efectos del costo financiero
- **Otras deudas impositivas y fiscales**
 - Cumplimiento de los pagos normales y moratorias

Patrimonio Neto y Estado de Resultados:

- utilidades acumuladas pendientes de distribución
- política de distribución de dividendos

- composición de ingresos y egresos

Asimismo deberá analizarse la existencia de pasivos que no estén reflejados en el balance, esto puede suceder debido a las restricciones impuestas por los principios contables generalmente aceptados:

- litigios pendientes
- obligaciones con el personal (planes de beneficios, incentivos o acuerdos con el personal) o seguros de salud o vida para con los empleados activos o retirados cuando no estén debidamente fundamentados.
- garantías a terceros
- reclamos por productos y/o servicios
- contratos de venta, compras o con proveedores

Toda esta tarea quedará reflejada en un informe que será presentado a la Asamblea de Accionistas, el cual va a incluir además de todas las conclusiones relevadas en el proceso enumerado, la valorización de la operación y la recomendación por parte del equipo y del asesor financiero acerca del precio de la operación que garantice la creación de valor para el accionista.

C.4) Situaciones especiales de evaluación:

Compañías con Problemas:

Ha existido un cambio en la forma de ver este tipo de compañías. Actualmente se las incluye dentro de las alternativas de inversión. Es muy común ver negocios estructurados financieramente de manera tal que generan inconvenientes a la hora de cumplir con la cancelación de la deuda. No obstante pueden generar un cash flow aceptable con un atractivo de mercado adicional, ya sea por su participación de mercado, marcas o nichos.

Al analizar el principal negocio de la firma se revelará la naturaleza de sus problemas. La situación ideal para una compra se da cuando los problemas son de índole financiero, y esto no ha afectado la capacidad de generar flujos operativos. En estos casos los compradores responden más rápidamente dado que los factores claves de éxito operativos (ventas, costos de mercadería, y gastos operativos) están en orden. Por el contrario si el proceso operativo se ve afectado, quien tome la decisión de comprar deberá analizar la viabilidad de una reingeniería en el negocio, sumando mayor incertidumbre a la operación.

Un aspecto a tener en cuenta en la adquisición de una compañía con problemas es que se suma un actor más a la operación, se trata de los acreedores, por cuanto deberá incorporarse al análisis una tercera dimensión que son los objetivos de los acreedores y de cómo sus derechos han sido protegidos por documentos legales, contratos o acuerdos.

En el caso de tratarse de empresas en concurso preventivo de acreedores, la nueva ley de quiebras (nro. 24.522)

incorpora la figura del “Cramdown”. La ley organiza un procedimiento con el objetivo de facilitar el salvataje de la empresa en cesación de pagos.

Según el mensaje dado por el Poder Ejecutivo “se procura tutelar a la empresa y a sus acreedores, permitiendo la reconversión, reestructuración o salvataje del negocio, y también el patrimonio de los accionistas”

Se utiliza en aquellos concursos preventivos que han fallado, ya sea porque:

- el deudor no ha hecho pública su propuesta de pago atento a los plazos establecidos por la ley
- por no haber obtenido la conformidad por parte de los acreedores bajo el régimen de categorías y mayorías previstas por la ley
- o por haber prosperado una impugnación al acuerdo.

La adquisición se lleva a cabo a través de la compra de la totalidad de las participaciones sociales con el respectivo acuerdo de los acreedores. Esta figura privilegia la continuidad de la empresa, presentándoles a los acreedores un plan de reorganización de la firma y la reestructuración de sus acreencias. En consecuencia tendrá una herramienta para comparar con el producido de los activos netos en el proceso de liquidación.

Adquisición de Empresas que cotizan en Bolsa:

Hay una serie de ventajas y desventajas en la adquisición de una empresa que cotiza en bolsa, sí bien los procedimientos son por lo general más sencillos.

Una de las ventajas que se presentan es el acceso a una cantidad importante de información, debido a las disposiciones de la Comisión Nacional de Valores en cuanto a los variados reportes solicitados acerca de competidores, proveedores, clientes, propietarios del holding, resultados financieros y cualquier otra información de interés.

La regulación está estructurada de manera de proteger a los accionistas. Los caminos que puede llevar a cabo la parte compradora para hacerse de una firma con el debido consentimiento de los accionistas son dos:

- la fusión
- o realizando una oferta pública: siendo esta la manera más rápida de acceder al control de la compañía, no obstante también se constituye en la más complicada.

En el caso de la Bolsa de Comercio Americana está reglamentado que deberá informarse públicamente la adquisición de acciones que representen el 5% del total. De esta manera la estrategia de la firma interesada de tomar el control puede dividirse en dos, comprando primero acciones a un precio más bajo dado que después del anuncio el precio de las acciones sube.

La oferta consiste en un compromiso de pagar un determinado valor por las acciones, por lo general a un precio más elevado que la cotización antes del anuncio. Si al llegar la fecha las ofertas recibidas no llegaron al porcentaje fijado

quien compra se reserva el derecho de comprar las acciones al precio declarado o dejar sin efecto la operación.

La desventaja que se presenta es que una adquisición de este tipo puede ser considerada una adquisición hostil por parte de los directores y gerentes.

En las principales plazas bursátiles del mundo existe una legislación al respecto.

De acuerdo con las expresiones del doctor Héctor Alegría nuestro país debería contar con una ley que reglamente las ofertas públicas de adquisición (OPAs). Esta tiene como objetivo equiparar, ante la venta de una empresa, a los controlantes del paquete mayoritario con sus socios minoritarios al obligar al comprador a realizar un "tender offer" (oferta pública) a todos los accionistas en el mismo momento y a un mismo precio.

Los partidarios de una ley sostienen que este mecanismo facilitará establecer la prima que paga el comprador para tomar el control de la sociedad.

Una de las herramientas utilizadas por las empresas para evitar la compra hostil es introduciendo una cláusula en los estatutos de las compañías que le otorgue un derecho especial al directorio ante una oferta de esta naturaleza.

La cláusula se dispara en el momento que es comprado determinado porcentaje de acciones, la misma autoriza al directorio a emitir nuevas acciones, que únicamente podrán ser compradas por los accionistas originales y no por el nuevo comprador. El efecto sobre el comprador es inmediato, debido a que ve diluir su participación en la firma en manos de los otros accionistas.

Por lo general la compra de la nueva emisión por parte de los accionistas originales se efectúa a precios subsidiados con el objetivo de que todos los accionistas accedan a mantener su participación.

El objetivo es que la compra sea validada por el Directorio de la firma en forma anticipada a la operación.

3) CULTURA ORGANIZACIONAL

A pesar de que el éxito de un M&A debe estar basado en la estrategia y en los criterios financieros, ignorar el potencial choque de culturas puede hacer caer la operación.

En la mayoría de las adquisiciones al personal y los procesos organizacionales se les asigna una baja prioridad durante todo el proceso de pre-adquisición.

Cada una de las compañías relacionadas con el proceso de adquisición tienen su propia “cultura organizacional”, una personalidad individual constituida por los valores, clientes, y todas las reglas no escritas que gobiernan a la organización.

Dentro del gran número de potenciales conflictos culturales, podemos mencionar las siguientes posiciones contrapuestas:

- Compensación por antigüedad vs. compensación por performance: el impacto de las compensaciones y planes de beneficios ha crecido significativamente. En este aspecto puede que dos compañías apliquen una política diferente, mientras una puede basarse en la antigüedad del empleado, la otra puede estar basada en el grado de cumplimiento de determinados objetivos.
- posición conservadora, adversa al riesgo vs. cultura basada en la innovación, tomadora de riesgo.
- basada en la reducción de costos vs. basada en proporcionar a sus clientes un mejor servicio y mayor calidad.
- analíticos vs. deductivos: podemos encontrar un gerenciamiento basado en el planeamiento a largo plazo y procesos deliberados de decisión en contraposición a uno basado en las oportunidades y decisiones rápidas.
- autoritarismo vs. participación: se pueden dar diferentes formas de conducir el proceso decisorio. Se puede dar en forma concentrada o bien en forma consensuada entre las partes.

Incertidumbre e inseguridad son dos rasgos que están asociados con la mayoría de los procesos de fusiones y adquisiciones, y que atentan contra el entusiasmo acerca del trabajo y de la organización. Es muy común en una adquisición que el personal de la compradora se vea como ganador y que el personal de la adquirida se sienta como perdedor. En algunos medios se lo conoce como síndrome de fusión.

Las principales complicaciones que se pueden presentar en la organización son:

- resistencia al cambio: toda modificación producida en el equilibrio de un sistema ocasiona, dentro de éste, la aparición de fenómenos que tienden a neutralizar los efectos de esta presión.
- sentimientos contrarios dentro de los grupos laborales: los procesos de alianzas empresarias generan en las personas afectadas por este proceso diferentes estados emocionales en función de su percepción acerca de la situación futura.
- sentimientos de marginalidad: el personal de la empresa adquirida no se sienten aceptado por la nueva organización.
- deserción de ejecutivos: el sentimiento de marginalidad explicado precedentemente induce a los ejecutivos de la

empresa adquirida a abandonar la organización.

Si la fusión se hace para tener mejor posicionamiento, menores costos, mayor sinergia, etc., debería hacerse un esfuerzo para que fuera comprendido desde el principio en la nueva organización.

El papel del consultor en este caso es el de intermediar en el proceso de integración, sus esfuerzos estarán orientados a generar un ambiente agradable para las negociaciones, y ayudará a los grupos a armar los nuevos paradigmas que han de darle contenido a la nueva organización.

El valor agregado de este proceso estará centrado en crear una nueva cultura, apostando a instalar en la mente de la organización la identidad de “nosotros”.

Debido ha estos inconvenientes se recomienda la utilización de un especialista o consultor externo durante el proceso de Due Diligence para asistir en los aspectos humanos. Esto incluye las siguientes tareas:

- trabajo de integración y acuerdo de objetivos y metodologías organizacionales entre las partes: será su función la de desarrollar el perfil cultural de la nueva organización.
- orientar acerca de los propósitos de integración y su conveniencia, el perfil que van a asumir las empresas en forma conjunta puede ser bajo el perfil de una organización autónoma, asimilación de una sobre otra o bien la creación de una nueva identidad.
- comparar sistema de beneficios y compensaciones: deberá establecer una nueva política de compensaciones.
- comprometer a los líderes de la nueva organización en el cambio de filosofía.

Una vez realizado los estudios analizados en el punto anterior es necesario que este equipo con participación de ambas Compañías, liderados por un asesor en RRHH desarrollen un “plan estratégico de integración cultural”, con objetivos claros, tiempos de implementación y asignación de responsabilidades.

Será su función realizar las siguientes tareas:

- planificar, implementar y realizar seguimientos en las tareas de integración grupal
- estrategia sobre la modalidad de trabajo
- estrategias de comunicación, motivación y conducción

Cabe destacar la importancia de los tiempos y el cambio del enfoque, analizando la situación a priori, planificando las acciones y controlando sus resultados en la post-adquisición.

4) ASPECTOS LEGALES, REGULATORIOS E IMPOSITIVOS

4.1) Ley de Sociedades Comerciales (19.550)

Según la ley una fusión se presenta cuando dos o más sociedades se disuelven sin liquidarse para constituir una nueva, o cuando una ya existente incorpora a otra u otras que, sin liquidarse, son disueltas.

La nueva sociedad o la incorporante adquiere la titularidad de los derechos y obligaciones de las sociedades disueltas, produciéndose una transferencia total de los respectivos patrimonios (activos y pasivos).

La inscripción en el Registro Público de Comercio del acuerdo definitivo de fusión, del contrato o estatuto de la nueva sociedad y del aumento de capital que hubiere tenido que efectuar la sociedad incorporante, produce los efectos patrimoniales sobre la fusión en las personas jurídicas involucradas.

Etapas formales que debe cumplimentar una fusión:

a) Compromiso previo de la fusión:

- la exposición de los motivos y finalidades de la fusión
- los balances especiales de fusión de cada sociedad, con informe de los síndicos, confeccionados sobre bases homogéneas y criterios de valuación idénticos
- la relación de cambio de las participaciones sociales
- el proyecto de contrato o estatuto de la nueva sociedad
- las limitaciones que las sociedades convengan en la respectiva administración de sus negocios y las garantías que establezcan para el cumplimiento de una actividad normal en su gestión, hasta que la fusión se inscriba.

b) Resoluciones sociales:

- tratamiento del compromiso previo en una reunión de directorio, que a su vez convoque a asamblea general extraordinaria para su aprobación por parte de los accionistas de cada una de las empresas vinculadas.
- la aprobación del compromiso previo de fusión y de los balances especiales por las sociedades participantes en la fusión, con los requisitos necesarios para la modificación del contrato social o estatuto.

c) Publicidad:

- publicación de edictos, con ello se informará a los terceros para dar lugar al régimen de publicidad y oposición que la ley de sociedades establece para tutela de los derechos de los acreedores: publicación por 3 días de un aviso en el diario de publicaciones legales de la jurisdicción de cada sociedad y en uno de los diarios de mayor circulación general de la República.

d) Acuerdo definitivo de fusión:

- redacción del acuerdo definitivo de fusión, consideración de rescisiones, si las hubiere, y elevación a escritura pública de todo lo actuado.

e) Inscripción Registral:

- presentación de la documentación al organismo de control para su aprobación e inscripción. En la Capital Federal el

Registro Público de Comercio y la Inspección General de Justicia funcionan en conjunto, por lo tanto la inscripción es automática, una vez aprobado el expediente.

Oposición de Acreedores:

Dentro de los 15 días desde la última publicación del aviso, los acreedores de fecha anterior pueden oponerse a la fusión.

Las oposiciones no impiden la prosecución de las operaciones de fusión, pero el acuerdo definitivo no podrá otorgarse hasta 20 días después del vencimiento del plazo antes indicado, a fin de que los oponentes que no fueren desinteresados o debidamente garantizados por las fusionantes puedan obtener embargo judicial.

Limitaciones:

- las sociedades anónimas y en comandita por acciones sólo pueden formar parte de sociedades por acciones.
- participación en otras sociedades: salvo las sociedades con objeto financiero o de inversión, no pueden mantener una participación en otra sociedad por un monto superior a sus reservas libres y a la mitad de su capital y reservas legales.
- participaciones recíprocas: es nula la constitución de sociedades o el aumento de su capital mediante participaciones recíprocas. Tampoco puede una sociedad controlada participar en la controlante ni en sociedad controlada por esta por un monto superior, según balance, al de sus reservas, excluida la legal.

Sociedades controladas: se considera sociedades controladas a aquellas en que otra sociedad, en forma directa o por intermedio de otra sociedad a su vez controlada posea participación, por cualquier título, que otorgue los votos necesarios para formar voluntad social en las reuniones sociales o asambleas ordinarias.

Sociedades vinculadas: cuando participe en más del 10% del capital de la otra.

La intención de los legisladores fue la de poner un marco regulatorio que garantice los derechos de los accionistas y de las terceras partes involucradas. Se busca mantener la integridad del patrimonio de la nueva organización y concederle al proceso el carácter de transparencia. En este sentido obliga a que se expongan los motivos y finalidades de la fusión, la presentación del balance de fusión y el requerimiento de la aprobación de los accionistas de ambas partes.

4.2) Ley de Defensa de la Competencia (Ley 25.156)

Marca la intervención del Estado en los procesos de concentraciones, fusiones y adquisiciones. Posibilitando que actúe en carácter preventivo sí se observa un perjuicio potencial al bienestar de la comunidad.

Introduce respecto de la normativa anterior la posibilidad de actuar en forma preventiva, con el fin de evitar que se produzca un daño al bien jurídico protegido: el interés económico general.

La ley prohíbe sólo las concentraciones económicas que produzcan en forma activa o potencial un perjuicio al interés económico general.

Del párrafo precedente se debe explicar los conceptos de concentración económica según la interpretación de la ley y el de interés económico.

La ley entiende por concentración económica la toma de control de una o varias empresas a través de los siguientes casos:

- fusión entre empresas
- transferencia de fondos de comercio
- adquisición de la propiedad o cualquier derecho sobre acciones o participaciones de capital o títulos de deuda que den cualquier tipo de derecho a ser convertidos en acciones o participaciones de capital o tener cualquier tipo de influencia en las decisiones de la persona que los emita cuando tal adquisición otorgue al comprador el control de, o la influencia sustancial sobre la misma
- cualquier otro acuerdo o acto que transfiera en forma fáctica o jurídica a una persona o grupo económico los activos de una empresa o le otorgue influencia determinante en la adopción de decisiones de administración ordinaria o extraordinaria de una empresa.

La integración puede ser:

horizontal: adquisición o fusión con otra competidora

vertical: adquisición o fusión con una empresa proveedora o demandante de sus productos

conglomerado: cuando ambas empresas no operan bajo el mismo rubro o mercado

En el complejo proceso de fusiones y adquisiciones se pueden presentar una serie de beneficios en forma conjunta con algunos perjuicios. La ley menciona como concentraciones prohibidas a aquellas cuyo objeto o efecto sea o pueda ser disminuir, restringir o distorsionar la competencia de modo que pueda resultar perjuicio para el interés económico general.

Básicamente orienta el análisis hacia los casos de:

- concentraciones relacionadas con la producción o intercambio de bienes o servicios en un mercado determinado
- que su objeto o efecto, sea el de limitar o distorsionar la competencia en ese mercado
- que impida el acceso al mismo

Factores que el Tribunal de Defensa de la Competencia deberá tomar en cuenta:

- mercado / participación
- competidores actuales / competidores potenciales

- productos y/o servicios comercializados
- productos sustitutos o alternativos
- zona geográfica
- barreras de entradas

La mera concentración no es un hecho prohibido en sí mismo, la evaluación de su impacto sobre las variables mencionadas anteriormente establecerá su condición. Deberá contemplarse tanto los efectos sobre los precios como así también sobre la calidad de los productos que anteceden a la concentración.

No obstante la existencia de una fusión o adquisición que lleve a niveles de concentración donde la competencia restante no pueda neutralizarla, hay que evaluar un aspecto más para considerarla prohibida . Si de la misma deriva una mejor utilización de los recursos económicos, producto de la eficiencia empresaria, deberá medirse su aporte al beneficio social y compararlo con el perjuicio potencial de la concentración.

Una vez realizados estos pasos el Tribunal Nacional de Defensa de la Competencia puede autorizar, denegar, o condicionar la fusión o adquisición.

Obligación de Notificar ciertas concentraciones empresarias:

- cuando la suma del volumen de negocio total del conjunto de empresas afectadas superen en el país los doscientos millones de pesos. Visto desde el punto de vista mundial, cuando supere los dos mil quinientos millones de pesos. Considerando volumen de negocio al importe resultante de las ventas de productos o prestación de servicio durante el último ejercicio que correspondan a sus actividades ordinarias neto de impuestos. Deberá incluirse en el cálculo del volumen a las empresas vinculadas con la fusionada o compradora.

- la fusión o adquisición tendrá efecto entre las partes y terceros una vez que haya sido expresa o tácitamente aprobadas por el Tribunal Nacional de Defensa de la Competencia.

Exenciones a Notificar:

- cuando el comprador ya poseía más del cincuenta por ciento de las acciones
- adquisiciones de bonos, acciones sin derecho a voto, o títulos de deuda de empresas
- las adquisiciones de una única empresa por parte de una única empresa extranjera que no posea previamente activos o acciones de otras empresas en la Argentina
- las adquisiciones de empresas liquidadas (que no hayan registrado actividades en el país en el último año)

Una vez presentada la notificación, de no mediar ninguna notificación, el Tribunal tiene 45 días para expedirse, si así no lo hiciera, pasado dicho plazo, se considerará como tácitamente aprobada.

4.3) Impuestos a las Ganancias. Reorganización de sociedades

Los aspectos relacionados con fusiones y adquisiciones dentro del impuesto están legislados por los art. 77/78 de la ley, el artículo 105 del decreto reglamentario y la RG (DGI) 2245.

Las dos cuestiones básicas contempladas en esta ley son la de proteger de los efectos impositivos a algunos tipos de reorganización de sociedades (relacionadas con modificaciones en la estructura de la sociedad) y la de permitir el traslado de derechos y obligaciones fiscales de las antecesoras hacia la empresa reorganizada.

A los efectos de la ley se entiende por fusión de empresas: cuando dos o más sociedades se disuelven, sin liquidarse, para constituir una nueva o cuando una ya existente incorpora a otra u otras.

Requisitos:

- fusión de dos empresas: que el 80% del capital de la nueva sociedad al momento de la fusión corresponda a los titulares de la antecesora.
- cuando una empresa incorpora a otra: que la participación de las sociedades incorporadas al momento de la incorporación representen el 80% del capital de esas sociedades.
- que la nueva entidad prosiga durante un lapso no inferior a dos años, desde la fecha de reorganización, con la actividad de las empresas reestructuradas.
- los titulares de las empresas antecesoras deberán mantener, durante un lapso no inferior a dos años contados desde la fecha de la reorganización, un importe de participación no menor al que debían poseer a esa fecha en el capital de la empresa continuadora (a excepción de las empresas que cotizan en el mercado bursátil y mantenga esa cotización por dos años)
- para el caso de traslado de quebrantos impositivos acumulados no prescriptos y los efectos productos de los regímenes de promoción pendientes de utilización requiere que los titulares de las empresas antecesoras acrediten haber mantenido, durante un lapso no inferior a dos años anteriores a la fecha de reorganización, o en su caso, desde su constitución sí dicha circunstancia abarcare un período menor, por lo menos el 80% de su participación en el capital de esas empresas (a excepción de las empresas que cotizan en bolsa)
- cumplimiento con los requisitos de comunicación y publicación establecidos por la norma.

Derechos y obligaciones a ser trasladados:

- quebrantos impositivos no prescriptos acumulados
- los saldos de franquicias impositivas o deducciones especiales no utilizadas en virtud de limitaciones al monto computable en cada período fiscal y que fueran trasladables a ejercicios futuros
- los cargos diferidos que no hubiesen sido deducidos

- las franquicias impositivas pendientes de utilización a que hubieran tenido derecho las empresas antecesoras, en virtud del acogimiento a regímenes especiales de promoción
- la utilización de criterios y métodos utilizados por la antecesora

La falta de cumplimiento a los requisitos mencionados, ya sea antes de la reorganización o a posteriori, producirá los siguientes efectos tributarios:

- imposibilidad de trasladar los atributos fiscales de sus antecesoras (quebrantos, regímenes de promoción, etc.)
- queda sometido al impuesto, en cabeza de las entidades antecesoras, los resultados provenientes de la transferencia de bienes y derechos en favor de la continuadora
- de corresponder serán aplicables los otros impuestos que recaigan sobre la transferencia (IVA, IIBB, Sellos, etc.)
- de corresponder deberán ser rectificadas las declaraciones juradas presentadas en su oportunidad.

La figura de reorganización societaria prevista por la ley de Impuestos a las Ganancias se aplica a supuestos que no necesariamente coincidan con las figuras de fusión o escisión permitidas por la Ley de Sociedades Comerciales.

Ello responde a la autonomía del derecho tributario y a la finalidad en beneficio del cual se ha instaurado la figura de reorganización con la consiguiente ventaja de neutralidad fiscal.

Reorganización Internacional:

No existen tratados multilaterales ni bilaterales que traten la reorganización a nivel internacional. No obstante la falta de legislación a nivel internacional la Doctrina considera que en la medida en que la ley de Impuestos a las Ganancias no realiza distinción alguno, la figura de reorganización libre de impuestos prevista en la misma se aplica tanto a los procesos de reorganización nacionales como internacionales siempre y cuando las entidades reorganizadas continúen la actividad de las antecesoras en el país o en el exterior, aplicándose los efectos previstos en nuestra ley a las personas jurídicas, fondos de comercio o sucursales en el país.

4.4) Impuesto al Valor Agregado (IVA)

El impuesto se establecerá sobre:

- las ventas de cosas muebles
- las obras, locaciones y prestaciones de servicios realizadas en el país

Se entenderá por venta toda transferencia a título oneroso, entre personas de existencia visible o ideal, sucesiones indivisas o entidades de cualquier índole, que importe la transmisión de dominio de cosas muebles.

No se consideran ventas las transferencias que se realicen como consecuencia de reorganizaciones de sociedades o fondos de comercio y, en general, empresas y explotaciones de cualquier naturaleza comprendidas en el art. 70 de la ley de impuestos a las ganancias (reorganizaciones de sociedades). En estos supuestos, los saldos de impuestos

existentes en la empresa reorganizada serán computables en la o las entidades continuadoras.

4.5) Comisión Nacional de Valores: Resolución General Nro. 290 (1997)

Capítulo VIII: Reorganización Societaria:

En el caso de fusión de dos o más sociedades abiertas sujetas al control de la CNV deberán solicitar la conformidad administrativa presentando un prospecto, con una anticipación de 90 días a la fecha que deba considerarse la fusión.

Este prospecto deberá ser puesto a consideración de los accionistas, y contendrá toda la información respecto de la fusión, como ser:

- cantidad de acciones a emitir para canjear por acciones de la incorporada
- forma, condición y relación de canje
- decisión del ingreso de la nueva sociedad al régimen de oferta pública
- incidencia patrimonial, económica y financiera
- estados contables básicos especiales de las sociedades que se fusionan

Deberá cumplir con los requisitos de publicación en el boletín oficial y en el diario local de mayor circulación o bien el boletín de la Bolsa de Comercio si es una firma que ya cotiza.

Existe la posibilidad por parte de los accionistas de oponerse a la fusión.

Si la nueva sociedad creada como consecuencia de la fusión decidiera ingresar en el régimen de Oferta Pública deberá solicitarlo a la Comisión en forma expresa.

Si la sociedad incorporante no se encuentra sometida a la fiscalización de la CNV, deberá solicitar a ésta su admisión y al organismo de contralor anterior su disolución.

Si la incorporada es la sujeta al régimen de la CNV, entonces ésta última tiene que solicitar la disolución.

4.6) Normas Profesionales:

Las resoluciones técnicas nro. 4,5,8,9 y 10 mencionan dentro de sus contenidos los aspectos de exposición y valorización de participaciones en otras sociedades.

La resolución técnica nro. 4 determina el método de preparación de los estados consolidados y exige que los estados contables de una sociedad controlante incorporen como información complementaria de ellos a los estados consolidados.

Según la resolución técnica nro. 5 las inversiones permanentes en sociedades sobre las cuales se ejerza el control deben valuarse de acuerdo con el método del valor patrimonial proporcional. Sobre esa base deben computarse

también los resultados producidos por tales inversiones.

Se considerará valor patrimonial proporcional al resultante de aplicar al patrimonio neto de la sociedad emisora la proporción de la tenencia en acciones ordinarias que corresponde a la empresa inversora.

La resolución técnica nro. 10 ratifica que la valorización de inversiones permanentes en sociedades controladas y en las que se ejerza influencia significativa, según el artículo 33 de la Ley de Sociedades 19.550, se hará a su valor patrimonial proporcional tal cual fuera establecido por la RT 5.

De acuerdo con el art. 83 de la Ley de Sociedades Comerciales se deberá confeccionar un balance especial con motivo de la fusión sobre una base homogénea y con la misma fecha. Este será fundamental en el tratamiento de los siguientes aspectos:

- situación patrimonial de las partes
- valor patrimonial proporcional
- la relación de cambio entre las participaciones de los socios antes y después de la fusión

En la confección del mismo la ley sólo hace un reparo respecto de los bienes inmateriales, de acuerdo con el art. 63 de la ley reserva para los bienes intangibles la valorización al costo con la indicación de sus amortizaciones acumuladas.

Las normas contables por su parte proponen la valorización de los bienes inmateriales a valores corrientes (valores de mercado), la misma se determinará en base a una transacción cercana o bien a su valor original reexpresado, no considera admisible, en función de los tipos de valorización expuestos, el valor llave autogenerado.

En el mundo de los negocios se observa con mayor frecuencia que se llevan a cabo combinaciones de negocios a través de fusiones o compras de paquetes de acciones de control para acceder al dominio de una marca y de lo que ella representa en el mercado.

De esta manera la globalización hace que las marcas alcancen niveles de aceptación en todo el mundo.

Este problema de valuación de los intangibles, y su impacto en el balance a constituir en la fusión, está siendo analizado profundamente en el ámbito profesional internacional. Las Normas Internacionales de Contabilidad (NIC 22) determina las normas de valuación de los patrimonios en proceso de reorganización entre las que incluye la fusión, al igual que en nuestras normas contables propone la utilización de “valores corrientes”.

5) FUSIONES Y ADQUISICIONES EN ARGENTINA

En nuestro país el auge de las operaciones de fusiones y adquisiciones se inicia con el proceso de privatizaciones de las empresas del Estado, como consecuencia de la necesidad de modificar la política económica del país ante el desarrollo de la economía de mercado y la globalización.

La política de privatizaciones debe ser considerada como un instrumento de política económica y alcanza a la reformulación del rol del Estado, orientándolo a facilitar el crecimiento económico.

Las privatizaciones forman parte de políticas macroeconómicas, que incluyen la creación del marco jurídico que aliente la iniciativa privada al desarrollo y a la consolidación de los mercados, reduciendo las regulaciones gubernamentales.

La transferencia de empresas al sector privado se genera como consecuencia de la necesidad de cumplir con objetivos como reducción del gasto público, equilibrio fiscal, eficiencia competitiva, mayor respuesta a los cambios tecnológicos y mejorar los procesos productivos.

Existen ciertos mecanismos de privatización:

- oferta pública de acciones
- oferta privada (a un comprador o grupo de compradores)
- ampliación del capital incorporando fondos provenientes del sector privado
- reorganización de empresas en varias compañías
- venta de acciones a los empleados
- celebración de un contrato de administración o alquiler con agentes privados

En nuestro país el proceso de incorporación del sector privado a la actividad de los servicios públicos en una primera etapa se basó más en el modelo de privatización periférica que en la apertura de capitales, se procedió a transferir al ámbito privado diversos servicios de mantenimiento, transporte y distribución.

Con la sanción de la ley 23.696 de Reforma del Estado, se dio el marco legal para impulsar las privatizaciones, se destaca este proceso de los intentos anteriores por la participación que se le brindó al Congreso Nacional.

Entre las empresas señaladas como parte de este proceso de privatización se encontraban:

- concesión de los servicios de distribución y comercialización de Gas del Estado, SEGBA, Obras Sanitarias y Agua y Energía.
- los servicios brindados por la Dirección Nacional de Vialidad, FFCC, Correos y Telégrafos, YPF, Administración

General de Puertos y Casa de la Moneda.

- Entel, Aerolíneas Argentinas, YCF (Yacimientos Carboníferos Fiscales)
- subterráneos
- medios de comunicación administrados por el Estado (a excepción de ATC)

En los procesos de privatización cobra importancia los inversores institucionales, la apertura del capital de las empresas estatales ha permitido captar capitales extranjeros, para ello se han utilizado tres mecanismos: la conversión de deuda externa, el desarrollo de los fondos de inversión de capital extranjero y la inversión extranjera directa.

A partir de 1990 el proceso de la reforma de la economía se caracterizó por un profundo cambio en el perfil empresarial. Los agentes económicos que dinamizaron el proceso de industrialización fueron:

- las subsidiarias de las empresas transnacionales
- conglomerados económicos nacionales

En el siguiente estudio realizado por CEPAL se observa hacia fines de la década pasada que las empresas extranjeras concentraban más de la mitad de las ventas y activos dentro de las principales empresas por nivel de facturación que operaban en el país.

Descripción de los principales datos en las empresas extranjeras, Empresas y grupos económicos nacionales (1997) *				
	Ventas %	Activo %	Empleo %	Cant. Empresas
Empresas Extranjeras	53,2	54,5	46,7	342
Conglomerados Nacionales	22,3	29,1	20,6	75
Total Empresas Nacionales	24,5	16,4	32,7	583
Totales MMS	143.879	140.931	626.668	1.000

- Calculado sobre las 1.000 empresas de mayor facturación.

Fuente: CEPAL 1998

Las tendencias de la inversión extranjera directa (IED) en los años '90:

La recuperación de los flujos de inversión extranjera directa ingresados en la economía argentina se acentúa durante la década de los '90. Según las estimaciones oficiales sobre la Balanza de Pagos entre 1992 – 1997 se acumuló MMS 25.845, alcanzando un pico en 1997 de 6.327 MMS (aproximadamente 2% del PBI).

La dinámica de ingreso de los capitales extranjeros en esta segunda etapa ya no se produce vía privatizaciones, sino que se observa una mayor radicación de inversiones en el sector privado, principalmente en la industria manufacturera y bancos. Esta etapa se caracteriza por aportes de capitales y compraventas accionarias.

La adquisición de activos existentes, tanto públicos como privados, es el principal factor explicativo del incremento del stock de capital extranjero en la economía Argentina. La compra de acciones explican alrededor del 45% del total de los flujos de inversión extranjera directa registradas en el período '96/'97.

La inversión extranjera directa se dirigió preferentemente hacia ciertos sectores de la economía:

- La industria automotriz: caracterizada por ser controlado su sector terminal en un 100% por empresas extranjeras.
- La industria de alimentos y bebidas
- Sector petroquímico

Estrategias utilizadas:

- explotación de recursos naturales como petróleo y gas.
- regionalización: aprovechamiento de mercados cautivos. Adquisición de empresas con el objetivo de acceder a un determinado mercado.
- productos diferenciados: inserción de nuevas tecnologías.
- globalización: introducción de marcas reconocidas a nivel mundial.

Las causas de las principales operaciones pueden verse en los siguientes ejemplos:

- Industria automotriz: búsqueda de economías de escala, a partir de bienes de capital más potentes
- Industria farmacéutica: búsqueda de eficiencia y amortización de gastos de investigación y desarrollo
- Industria genética: búsqueda de sinergia y complementación
- Bancos: búsqueda de presencia en nuevos mercados.

El siguiente cuadro muestra los cambios de propiedad ocurridos desde el año '90 al '98. En el mismo se puede apreciar que a lo largo de estos años la adquisición de empresas locales por parte de empresas extranjeras explican prácticamente el 66% de los flujos por venta entre empresas.

**OPERACIONES DE M&A
EN LA ECONOMIA ARGENTINA (1990 – 1998)**

Descripción	1990-93	1994	1995	1996	1997	1998 *	Total
De Ext. a Nac.	998	1.347	1.814	3.460	7.700	2.146	18.265
De Nac. a Ext.	-	97	35	35	1.190	-	1.332
Entre Nac.	-	238	36	176	1.991	169	2.721
Entre Ext.	-	307	237	32	3.276	1.554	5.405
Total MM\$	111	1.988	2.097	3.703	14.157	4.669	27.723

* enero – octubre

Fuente: CEPAL

Razones que explican el cambio de actitud de la inversión extranjera en los '90:

- Políticas de reforma estructural: las privatizaciones de las empresas públicas
- Apertura de la economía: los precios convergieron con los internacionales, por cuanto se generó la necesidad de ser más eficientes y generar economías de escalas
- El afianzamiento del proceso de integración regional a través del Mercosur.
- Reactivación de la demanda interna y la estabilización de los precios: el plan de estabilización permitió que se produjera un sostenible aumento de la demanda interna.
- Falta de una legislación sobre inversiones extranjeras: la política liberal implementada por Argentina facilitó la instalación de compañías extranjeras.
- Costo de Capital: el alto costo de capital vigente en el país marginó a las empresas locales por falta de financiamiento, agravado por la falta de un mercado de capitales desarrollado.

A esto hay que sumarle los cambios en la organización de la producción y en los patrones de especialización del comercio internacional que se verifican en las empresas extranjeras.

Principales operaciones registradas en el mercado local:

Empresa	Rubro	Comprador	Participación	Millones de US\$
Swift Armour S.A.	Alimentos	Swift Armour Holding Co	100%	93
Molinos Río de la Plata	Alimentos y bebidas	Pérez Companc	60%	390
Canale S.A.	Alimentos y bebidas	Nabisco Holdings Corp (EEUU)	100%	130
Villa del Sur	Alimentos y bebidas	Danone Group (Francia)	50%	50
Villavicencio	Alimentos y bebidas	Danone Group (Francia)	99%	80
Baesa	Bebidas	Cervecería y Maltería Quilmes	51%	233
Empresa Distribuidora del Sur	Distribución de luz, gas y agua	Pérez Companc Internacional	5,1%	101
Central Puerto S.A.	Distribución de luz, gas y agua	Gener S.A. (Chile)	32%	50
Obras Sanitarias de BS AS	Distribución de luz, gas y agua	Azurix Corp (EEUU)	100%	439
Alto Valle	Distribución de luz, gas y agua	Duke Energy Corp (EEUU)	54%	450
Central Hidroeléctrica Cerros	Distribución de luz, gas y agua	Duke Energy Corp (EEUU)	98%	450
Banco Hipotecario	Financiero	Varios	28%	307
Nortel Inversora S.A.	Fondo de Inversión	France Telecom y Telecom (Italia)	10%	151
Grupo Clarín	Holding de Medios	Goldman Sachs Group Inc	18%	500
Patagón	Negocios en Internet	Banco Santander Central Hispánico (España)	75%	529
Prosan	Papelera	Procter & Gamble Co	50%	375

YPF S.A.	Petróleo, gas, refinería	Repsol S.A. Refining España	83,24%	17437
Petrolera Argentina San Jorge	Petróleo, gas, refinerías	Chevron Corp (EEUU)	100%	1170
Consolidar AFJP	Seguros	BBVA Banco Francés	31,9%	160
CEI	Servicios Financieros y Corporativos	Hicks Muse Firms, Dealers, Exchanges (EEUU)	8,2%	124
Caja de Ahorro	Servicios financieros y corporativos	Banco Sudameris Argentina S.A.		200
Banco Río	Servicios financieros y corporativos	Banco Santander Central Hispanico (España)	28%	750
Americanos	Supermercados	Disco Ahold	100%	150
Smk Tía	Supermercados	Exxel	S/I	600
Casa Lozano	Supermercados	Norte / Tía (Exxel)	100%	100
Ekono S.A.	Supermercados	Disco Ahold	100%	150
Atlántida Comunicaciones	Telecomunicacion es	Telefónica Media (España)		530
Cablevisión del Comahue S.A	Televisión por Cable	Teledigital Cable S.A.	100%	110
Ferrovía Centro Atlántica S.A.	Transporte terrestre y marítimo	Cía Vale do Río Doce (Brasil)	75%	112

Fuente: Revista Apertura Mayo 2000

El siguiente cuadro nos muestra la participación de los asesores financieros en las operaciones de “M&A” ocurridas nivel mundial.

Ranking de Asesores de Transacciones (en el mundo – 1999)

Puesto	Banco	Millones de u\$s	Operaciones
1	Goldman Sachs	1.348.788,8	417
2	Morgan Stanley Dean Witter	1.131.331,5	447
3	Merril Lynch	1.097.129,2	377
4	CSFB	528.360,1	329
5	JP Morgan	514.685,5	241
6	Warburg Dillon Reed	489.189,0	279
7	Salomon Smith Barney	456.058,6	276
8	Lazard House	376.086,2	165
9	Lehman Brothers	310.876,6	194
10	Deutsche Bank	292.862,5	226

Fuente: Thomson Financial Securities Data

Las movidas del futuro:

Hacia fines de la década de los ‘90 se produjeron profundos cambios macroeconómicos que determinaron fuertes movimientos en los distintos rubros de la economía. En materia de adquisiciones de empresas, los sectores más activos fueron supermercados, seguros, bancos, energía eléctrica, lácteos, medios de comunicación, petróleo y gas.

Hay cuatro motivos, según Nelson Pérez Alonso presidente de Claves Información Competitiva, que pueden identificarse como razones para que se produjeran éstas operaciones:

- existe una tendencia mundial irreversible hacia la concentración
- la creación de fondos que manejan excedentes y están dispuestos a tomar un mayor riesgo haciendo inversiones directas en empresas con tasas de rentabilidad superiores a las del mercado financiero.
- está demostrado que el aumento de escala disminuye costos de estructura y aumenta la rentabilidad de la inversión en sectores tales como supermercados y medios de comunicación.
- en los últimos tiempos se observó con claridad un impulso por parte de organismos oficiales a consolidar industrias como la bancario y la de seguros.

Se estima que en futuro el rubro más dinámico será el de alimentación, en función de las perspectivas y tasa de crecimiento esperada de consumo para el Mercosur. El sector asegurador seguirá la tendencia a concentrarse que sufriera el mercado bancario. La venta de empresas que están en manos de fondos de inversión a operadores

estratégicos continuará, ya que el inversor financiero busca un aumento del valor del capital invertido pero en un lapso medio de tiempo se desprende de sus inversiones.

Nivel de M&A en el pasado y en el futuro próximo

	PASADAS	FUTURAS
ALTA	Supermercados (*) Energía Eléctrica Transporte Correos	Frigoríficos Seguros Lácteos Multimedios
BAJA	Bancos (*) Indumentaria Petróleo y gas (*)	Conservas Editoriales

(*) con proyección hacia el futuro

Fuente: Claves Información Competitiva

Principales inversiones argentinas en Brasil:

En el caso de los conglomerados nacionales se observa que una buena parte de ellos, dentro de las empresas que más facturan, han comenzado un proceso de internacionalización adquiriendo negocios en otros países. Básicamente el proceso de privatizaciones los ha dotado de una mayor ventaja competitiva para los mismos procesos en otros países de Latinoamérica, otro aspecto que influye en este proceso es la reducción del mercado doméstico, situación que lleva a estas firmas a buscar nuevos mercados.

En general las inversiones se están llevando a cabo a través de mecanismos de asociación y cooperación con otras empresas

En el siguiente cuadro se pueden observar las principales operaciones:

EMPRESA	SECTOR	MILLONES DE \$
Socma	Gasoductos / construcción / servicios / energía / alimentos	1.169
Pérez Companc	Gas / petróleo / construcción / plástico / petro-química	551
Clarín	Comunicaciones	350
Acindar	Ind. básica de hierro y acero	200
Román	Construcción	200
Impsa	Maquinarias y equipos / autopartes / comunicaciones	177
Techint	Construcción	150
Fuente: Centro de Estudios para la producción		

Según Geraldine Arnoud, Corporate Finance Banco Bonzano Simonsen: “Los precios devaluados de las empresas brasileñas son una opción única para empresarios dispuestos a asumir riesgos.

Esto ha provocado un cambio en la estrategia de inversión regional, no sólo es un gran mercado para vender, sino que la devaluación ayuda a orientar la producción, ejerciendo mayor influencia sobre la política de presencia a largo plazo”

Si bien la dinámica de las fusiones y adquisiciones alcanzada durante parte del año 98 y 99 en nuestro país no se vio alterada por las crisis asiática y brasilera que azotaron los mercados de los países emergentes, se comenzó a notar una caída en la rentabilidad de las empresas locales que amenazaba el interés de los inversores.

El alto nivel de recesión alcanzado por nuestro país ha generado un shock de confianza negativo en el inversores, reorientando su mirada hacia los mercados que sean menos sensibles a las crisis o ciclos.

Las industrias ligadas al consumo masivo no son recomendables para ingresar en momentos de crisis. No obstante, pueden ser una oportunidad si ya se está en el mercado como para ampliar la masa crítica. Un ejemplo de ello puede ser el fenómeno de concentración que se está dando en el canal supermercados.

Debemos tener en cuenta que en tiempos de crisis el inversor puede ver modificada su expectativa de rendimiento, ya sea en la utilidad del negocio o en el plazo para realizar la ganancia.

“La relación entre políticas públicas y resultados de la gestión empresaria es cada vez más estrecha, la desconfianza en el gobierno puede poner al sector privado en situación de bancarrota, aún cuando este esté bien administrado”

Jorge Eduardo Bustamante, Managing Director de Merchant Bankers y Asoc.

A partir del año 2000 se observa una desaceleración de las operaciones de M&A motivados por la falta de confianza de los inversores extranjeros en las condiciones de mercado propuestas por nuestro país. El contexto recesivo, que muestra 9 trimestres consecutivos de falta de crecimiento, la falta de políticas orientadas a atraer capitales, la política fiscal y la falta de reducción del gasto público, hacen prever que durante el año 2001 el crecimiento del país no superará el 2,5. Muy por debajo de las proyecciones de crecimiento esperadas a nivel mundial.

1) PRECIO VS. VALOR

La teoría económica establece una diferencia conceptual entre precio y valor. Precio es la cantidad sobre la cual se acuerda una operación, mientras que el valor está asociado al conocimiento de los factores relevantes.

El valor puede cambiar dramáticamente dependiendo de los supuestos hechos por el potencial comprador acerca de las expectativas futuras de ganancias y del flujo de fondos de la adquisición. Diferentes potenciales compradores pueden tener distintas percepciones acerca del valor.

Cuando hay varios interesados por un mismo negocio, el precio aumenta porque en la puja cada candidato incorpora parte de las sinergias que obtendría. Es notable la diferencia que puede producirse cuando la pelea es intensa y se trata de compradores estratégicos que actúan en el mismo mercado de la empresa que se vende.

La valuación no sólo informa sobre el precio, sino, también exige atravesar un proceso de conocimiento de la empresa y del negocio que resulta muy valioso a la hora de discutir las declaraciones y garantías del contrato y las condiciones financieras de la operación.

La valorización de la empresa y de sus acciones es un proceso fundamental en todas las operaciones de adquisición / fusión, en planificación estratégica, en análisis de inversiones, en decisiones de cotizar o no en bolsa y, en muchos casos, se utiliza como referencia para evaluar y remunerar a los directivos.

2) METODOS DE VALUACIÓN

A) BASADOS EN DATOS PATRIMONIALES

A.1) METODOS BASADOS EN EL BALANCE

Estos métodos se caracterizan por buscar el valor de la empresa a través del valor de su patrimonio, por consiguiente fundamentan el valor de la firma a través de los datos contenidos en los estados contables.

La crítica principal que se le imputa a estos métodos es su condición de análisis estático, que no tienen en cuenta la evolución de la firma, como así tampoco uno de los tópicos fundamentales en el área financiera como es el valor temporal del dinero. Asimismo hay otros factores que tampoco son tomados en cuenta como problemas inherentes al sector donde se desempeña la empresa, problemas de organización, contingencias, etc., que aún no se han reflejado en los estados contables.

Entre estos métodos se pueden incluir: valor contable, valor contable ajustado, valor de liquidación y valor sustancial.

a) Valor Contable:

Este método sugiere como valor de la firma al valor expresado por el patrimonio neto de la firma, es decir, que lo constituyen sus recursos propios, dado por el total de activos menos la deuda con terceros. Según surge del balance.

La deficiencia de esta forma de valorizar la empresa radica en el análisis estático y a la influencia de los criterios contables utilizados.

b) Valor Contable Ajustado:

Su intención es la de cubrir cierto aspecto de mercado que el método puro no contempla. Por cuanto se busca ajustar algunas partidas del estado patrimonial a valores de mercado.

Ajustando las partidas del activo y del pasivo se obtiene el patrimonio neto ajustado.

Entre las partidas que usualmente se ajustan son:

- Cuentas a Cobrar (neto de las partidas incobrables)
- Bienes de Cambio: a valor de mercado considerado este como el valor de reposición neto de partidas obsoletas
- Activo fijo: a valor de mercado (valor de reposición)

Aún así mantiene las deficiencias enunciadas en el apartado anterior.

c) Valor de Liquidación:

Este método atribuye a la empresa el valor que se obtendría al realizar todos los activos y cancelar todas las deudas. Al valor obtenido se le deben restar todas aquellas partidas de gastos relacionadas con la liquidación de la firma, como ser indemnizaciones, gastos de asesores, gastos fiscales, etc.

Este método se circunscribe a una sola situación posible, la de valorizar a la empresa para después proceder a su liquidación. En ningún momento supone la continuidad de la firma.

d) Valor Substancial:

La concepción de este método esta fundamentada en la hipótesis de valorizar a la firma como si se tratara de la inversión inicial que debería llevarse a cabo para constituir una empresa con las mismas condiciones de la que se está valorando.

En la metodología de cálculo se deja de lado todos aquellos bienes o participaciones en otras empresas que no hacen a la explotación principal.

La debilidad de este método está en tratar de subsanar los aspectos relacionados con los valores de mercado de los métodos anteriores pero deja de lado la idea de continuidad económica, separando algunos bienes y a sus probables

ingresos que como veremos si son tomados en cuenta por otros métodos.

Sus hipótesis de trabajo se orientan a replicar una situación de inicio, respondiendo a la pregunta qué bienes tendría que incorporar para desarrollar la misma actividad.

Los métodos aquí enumerados se caracterizan por ser métodos estáticos, que sólo se apoyan en los datos provistos por el balance general y que no tienen en cuenta ni el factor tiempo del dinero ni la proyección de situaciones futuras que puedan incidir sobre la vida de la empresa.

A.2) METODOS BASADOS EN LAS CUENTAS DE RESULTADOS

Estos métodos buscan obtener el valor de la empresa a través de la cuenta de resultados, utilizando indicadores basados en los beneficios, dividendos o ventas.

a) Valor de los Beneficios. Price Earnings ratio (PER)

Según este método el valor de las acciones se obtiene multiplicando el beneficio anual por el coeficiente denominado PER.

Este ratio es utilizado comúnmente en los mercados bursátiles y se formula de la siguiente manera:

$$\text{PER} = \text{Precio de la acción} / \text{Beneficio por Acción}$$

Una de las razones que dificulta su uso es la comparación entre indicadores de distintas empresas. El problema es que los beneficios que presentan las empresas son beneficios según libros, estas cifras surgen de los estados contables y como tales están sujetas a una serie más o menos arbitraria de selección de métodos contables. Incidiendo directamente sobre el denominador de este ratio. Por ejemplo, un cambio en el sistema de amortización provocaría un impacto en el resultado.

Algunos factores que afectan el ratio son:

- el crecimiento esperado de la empresa (g), que es el crecimiento de los beneficios y los dividendos. No basta crecer para tener un PER elevado, es preciso que la empresa invierta en proyectos con rentabilidad superior al coste de los recursos.
- la proporción de beneficios que se reparte como dividendos. Esta magnitud está relacionada con el crecimiento. Una empresa que reparte todo el beneficio como dividendos no crece (no mantiene recursos para invertir) y cuanto más beneficio retiene, aumenta la posibilidad de invertir en proyectos rentables.

En general:

- un aumento del beneficio: aumenta el PER

- un aumento del tipo de interés: disminuye el PER
- crecimiento de la empresa
 - Sí $ROE > K_e \Rightarrow$ aumenta PER
 - Sí $ROE = K_e \Rightarrow$ no cambia
 - Sí $ROE < K_e \Rightarrow$ disminuye PER

Este ratio cobrará mayor valor en el análisis de la performance de una acción que en la búsqueda de valor de una empresa. Un PER alto es una señal del mercado para los directivos financieros, representará que los inversores están evaluando que la empresa tiene buenas oportunidades de crecimiento y que sus beneficios son relativamente seguros.

Cabe destacar que la relación precio / beneficio por acción puede ser alta como consecuencia de un beneficio bajo. Otra crítica es que matemáticamente una empresa con un beneficio nulo tendría un PER infinito.

No obstante los autores de dicha crítica (Brealey y Myers) destacan que en los casos de empresas que no cotizan en bolsa este indicador puede ayudar a encontrar el valor de mercado de sus acciones si se cuenta con una empresa de similares características que sí cotice en bolsa.

b) Valor de los Dividendos:

La remuneración a los propietarios de las acciones ordinarias se produce de dos formas:

- dividendos
- ganancias o pérdidas de capital

El valor de la acción se representa de la siguiente manera

$$P(t) = \text{Div (año 1)} + P(\text{año 1}) / (1 + r)$$

El valor actual de las acciones puede expresarse como una corriente de dividendos perpetua. Los fundamentos de esta proposición pueden observarse en la explicación efectuada por Brealey y Myers, que queda resumida en los cuadros siguientes:

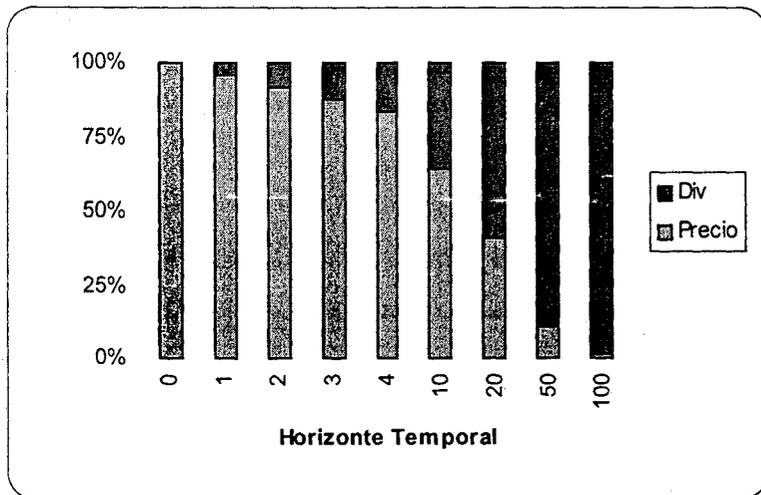
Flujo de Dividendos y Precio por Acción

Horizonte Temporal	Valores Futuros Esperados		Valores Actuales		Total
	Dividendos	Precio	Dividendos	Precio	
	(DIVt)	(Pt)	Acumulados	Futuro	
0		100	0,00	100,00	100
1	5,00	110	4,35	95,65	100
2	5,50	121	8,51	91,49	100
3	6,05	133,1	12,48	87,52	100
4	6,66	146,41	16,29	83,71	100
10	11,79	259,37	35,89	64,11	100
20	30,58	672,75	58,89	41,11	100
50	533,59	11739,09	89,17	10,83	100
100	62639,15	1378061,23	98,83	1,17	100

Supuestos:

1. Los dividendos aumentan al 10% compuesto al año
2. La tasa de capitalización es del 15%

En el cuadro siguiente se puede observar el valor actual de los dividendos acumulados al final del horizonte temporal y el valor actual del precio en este mismo horizonte. A medida que el horizonte se aleja, la corriente de dividendos explica una parte creciente del valor actual, pero el valor actual total de los dividendos más el precio final siempre es igual a \$100.



Permite no tomar en cuenta el precio y central el valor en los flujos esperados de dividendos.

El método de valorización se fundamenta en la proposición enunciada en el párrafo anterior, donde el precio de la acción es igual al valor actual de los dividendos futuros esperados. Esta fórmula del flujo de tesorería descontado para el valor actual de una acción es idéntica a la del valor actual de cualquier otro activo.

Para el caso de una empresa que paga dividendos constantes todos los años, el valor de la acción puede calcularse utilizando la fórmula de Renta Perpetua:

Valor de la acción = Dividendo por Acción / K_e

siendo K_e = rentabilidad exigida por los accionistas (costo de oportunidad)

Para los casos en que se espera que el dividendo crezca indefinidamente a un ritmo anual constante, se puede utilizar el modelo de Gordon y Shapiro, en donde:

Valor de la Acción = Dividendo por Acción del Próximo Año / ($K_e - g$)

siendo g = tasa de crecimiento esperada

La evidencia empírica muestra que las empresas que pagan más dividendos no obtienen como consecuencia de ello un crecimiento en la cotización de sus acciones. Cuando una empresa reparte más dividendos, normalmente reduce su crecimiento porque distribuye el dinero a sus accionistas en lugar de utilizarlo en nuevas inversiones.

Los precios de las acciones reflejan lo que esperan los inversores de sus operaciones futuras así como los resultados de sus inversiones.

c) Método de los Múltiplos:

- El enfoque de las sociedades comparables (primera variante del método de los multiplicadores)

La idea que inspira este enfoque consiste en tratar de valorar a una empresa que no cotiza en Bolsa, tomando como referencia algunas sociedades que sí cotizan y operan en el mismo sector, consideradas homogéneas, en el sentido que tengan características similares y reflejen expectativas de rendimientos similares a los esperados por la empresa a evaluar con igualdad de riesgos.

La técnica del cálculo consiste en tomar el precio de la sociedad que haya sido considerada homogénea, luego seleccionar una variable que tenga relación con su valor, y establecer la relación $P1 / X1$, la hipótesis reside en que dicha relación también es válida para la sociedad a valorar de la que se conoce la magnitud de la variable de referencia ($X2$), por lo tanto se puede deducir el precio de ésta ($P2$):

Sí $P1 / X1$ es igual a $P2 / X2 \Rightarrow P2 = X2 \times (P1 / X1)$ donde $P1 / X1$ es el multiplicador.

La adopción de este método se basa en la facilidad de su cálculo, no obstante ello su debilidad radica en que no hay dos empresas idénticas.

Hay una serie de factores que deben ser tenidos en cuenta para adecuar la situación:

- la pertenencia al mismo sector

- la dimensión
- los riesgos financieros
- la diversificación geográfica
- la identificación de la marca
- la habilidad del management

Estos factores influyen en la relación de cada una de las empresas y su mercado, y prácticamente hacen imposible su reproducción en otra compañía.

Supuestos utilizados en esta hipótesis:

- que el precio de mercado de las empresas que cotizan en la Bolsa sea representativa de su valor capital
- que el multiplicador calculado de esa manera se extienda también a empresas que no cotizan
- que el multiplicador verificado en un determinado momento sea válido para el futuro y por lo tanto puede ser aplicado a medidas de ganancias futuras

El denominado price earning ratio visto con anterioridad es un derivado de este método de los multiplicadores, entre ellos podemos enumerar:

- precio / dividendo
- precio / ventas
- precio / valor libros

- El enfoque de las transacciones comparables (segunda variante del método de los multiplicadores)

Este enfoque, denominado también comparación directa con los precios de las sociedades comparables (Direct market data method) se fue afirmando en el tiempo junto con el crecimiento sobre transacciones concluidas, gracias a la disponibilidad de bancos de datos adecuados. Su fundamento reside en las informaciones propias de negociaciones efectivas (o fusiones) de empresas similares y/o comparables.

En una primera formulación la comparación no se produce mediante índices o relaciones, sino directamente en relación con los precios. Resulta poco frecuente en la práctica que se puedan relacionar los precios de otras empresas, dada la heterogeneidad de las mismas, por cuanto se deben hacer ciertas retoques para pasar del precio de una a otra:

- relevamiento de información sobre precios efectivamente negociados por un determinado número de empresas comparables con la sociedad a valorar. La apertura de la muestra puede reorientar la dispersión de los precios respecto a su media.
- profundizar en el desarrollo de relaciones sobre precio que permitan un mayor grado de comparación

Este método tendrá utilidad en la medida que se cuente con la información necesaria, no espaciada en el tiempo y cuanto mayor sea la muestra mejor conocimiento de los precios medios y su dispersión.

En EEUU se han desarrollado métodos empíricos (Rules of Thumb) que pueden ser utilizados como expresión de la dinámica de los precios probables. Constituyen una herramienta de formación del precio inspirado por el mercado, basada en una opinión colectiva difundida en un sector específico o en otros similares, que indica por cuánto una empresa puede ser vendida o comprada.

En este sentido se distinguen cuatro clases de criterios empíricos diferentes:

- múltiplos de las ventas anuales
- múltiplos de la ganancia neta (ganancias normalizadas)
- múltiplos por unidad (por ejemplo número de autos disponibles en una empresa que alquila autos, etc.)
- múltiplos de las utilidades o las ventas, incrementadas por el valor de algunas actividades (en muchas empresas comerciales se agregan, las existencias en almacenes y los créditos netos de incobrables)

Este enfoque empírico exige una serie de precauciones y contiene distintas limitaciones:

- no se trata de reglas de valuación reconocidas por los expertos y mucho menos por los teóricos
- se aplican probablemente a empresas de pequeñas dimensiones
- sólo tiene algún crédito en el ámbito donde la empresa opera

B) METODOS BASADOS EN EL FONDO DE COMERCIO

Estos métodos se caracterizan por incorporar en el cálculo los bienes inmateriales de las empresas. El fondo de comercio es considerado de esta manera como la diferencia entre el valor de la empresa y su valor contable (o contable ajustado si se utilizan valores de mercado).

Trata de incorporar todos los intangibles que si bien no están incorporados en el balance son los que determinan las ventajas competitivas respecto de otras empresas. Estos pueden estar constituidos por marcas, calidad de la cartera de clientes, alianzas estratégicas, etc.

El problema surge al tratar de calcular su valor, dado que no hay una metodología que cuente con el consenso académico.

Estos métodos conjugan el valor del patrimonio más un valor adicional que proviene de la estimación de los beneficios futuros:

a) Método de valoración "clásico":

El valor de la empresa se calcula tomando el patrimonio neto ajustado, que surge de ajustar los valores del activo por sus valores de mercado neto de los pasivos exigibles. A este valor obtenido se le adiciona el valor del fondo de comercio. El mismo se puede calcular como "n" veces el beneficio neto de la empresa, o bien como un determinado

porcentaje de la facturación.

$$V = A + (n \times B), \text{ o bien } V = A + (z \times F)$$

donde

A = valor del activo neto (PN)

n = coeficiente comprendido entre 1,5 y 3

B = beneficio neto

z = porcentaje de la cifra de ventas

F = facturación

La primera fórmula se utiliza principalmente para empresas industriales, mientras que la segunda se utiliza frecuentemente para el comercio minorista.

Una variante de este método consiste en sumarle al Patrimonio Neto ajustado, el cash flow de la firma, en lugar del beneficio neto.

b) Método simplificado de la “renta abreviada del fondo de comercio” o “método de la Unión de Expertos Contables Europeos (UEC)”

Según este método, el valor del fondo de comercio se obtiene capitalizando la diferencia entre el beneficio neto y la inversión que se podría realizar del activo neto en el mercado de capitales al tipo de interés correspondiente a la tasa sin riesgo.

$$V = A + a(n) (B - iA)$$

El tratamiento que se le da a la expresión (B - iA) es el de restarle al beneficio el costo de oportunidad de una inversión alternativa.

c) Método de la Unión de Expertos Contables Europeos (UCE)

El valor del fondo de comercio se calcula capitalizando a interés compuesto un súper beneficio. Compuesto por la diferencia entre el beneficio neto y el flujo de fondos obtenido invirtiendo un capital igual al valor de la empresa a una tasa sin riesgo.

$$V = A + a(n) (B - iV) \text{ despejando } V = \{A + (a(n) \times B)\} / (1 + ia(n))$$

Este método involucra en el cálculo la misma incógnita que trata de develar: el valor de la empresa.

d) Método indirecto o método de los prácticos:

$$V = (A + B/i) / 2 \text{ o bien expresada como } V = A + (B - iA) / 2i$$

Este método valora de igual manera el valor del activo neto (patrimonio neto ajustado) que el valor de la rentabilidad. El valor de la firma surge ponderando el valor de patrimonio neto ajustado más un plus producto de los beneficios, calculados como un rendimiento infinito en el tiempo (renta perpetua)

La tasa "i" que sugiere utilizar es el tipo de interés de los títulos públicos de renta fija del Estado a largo plazo.

d) Método anglosajón o método directo:

En este caso el valor del fondo de comercio se obtiene actualizando para una duración infinita el valor del beneficio obtenido por la empresa, calculado éste como la diferencia entre el beneficio neto y lo que se obtendría colocando a un tipo de interés i al valor de los activos netos (beneficio menos costo de oportunidad).

La tasa t_m es la tasa de interés de los títulos de renta fija multiplicada por un coeficiente comprendido entre 1,25 y 1,5 para tener en cuenta el riesgo.

$$V = A + (B - iA) / t_m$$

e) Método de compra de resultados anuales:

El valor del fondo comercio en este modelo es igual a un cierto número de años de beneficios, calculados como el beneficio neto del costo de oportunidad de inversión del activo neto (patrimonio neto ajustado).

El número de años que se suele utilizar es entre 3 y 5 años, y la tasa de interés es el usual del país.

$$V = A + m(B - iA)$$

f) Método de la tasa con riesgo y sin riesgo:

El valor de una empresa es igual al activo neto (patrimonio neto ajustado) con la actualización del beneficio. Considerando al beneficio como perpetuo, y ajustando la tasa por el factor riesgo.

$$V = (A + B/t) / (1 + i/t)$$

Críticas a los métodos de fondo de comercio: desde el primer método al último se presentan los siguientes puntos débiles algunos de los cuales se repiten en todos los modelos:

- no toman en cuenta el factor tiempo
- los factores utilizados en el método clásico para proyectar n cantidad de veces la facturación o el beneficio son totalmente subjetivos, carecen de soporte técnico.

- toma al beneficio y a la facturación como componentes que permanecerán constantes en el tiempo, no considera que la facturación puede verse modificada por escenarios alternativos, como así tampoco otros factores que pueden influir sobre los beneficios.
- el punto señalado en el párrafo precedente puede observarse en el modelo simplificado donde extrapola los beneficios como si se tratara de una renta que tiende a infinito, le da el mismo tratamiento que a los bonos de renta fija.
- en el método anglosajón repite la utilización del concepto de renta perpetua utilizado en el modelo indirecto
- la última variante del método presentado a diferencia de los anteriores trata de incorporar un factor de riesgo, pero lo hace de manera subjetiva.

C) METODOS BASADOS EN LOS FLUJOS DE FONDOS

La universalidad de los métodos de valuación basados en los flujos se demuestra en la amplia difusión que tienen en todos los países y en todas las categorías de expertos involucrados (el mundo académico, profesional y el financiero). Su universalidad se apoya en dos de sus propiedades, el uso de una cantidad única de referencia, el flujo de caja esperado, y la posibilidad mediante la tasa de actualización de tomar en cuenta el distinto nivel de riesgo asociado. Despeja de esta manera cualquier vinculación subjetiva subyacente con las metodologías de corte contable.

La técnica del flujo de fondo descontado incorpora la concepción financiera que sugiere que un peso recibido hoy es mejor que un peso recibido una año después dado que el peso de hoy puede ser invertido para lograr un retorno durante ese tiempo.

Otro aspecto que incorpora la técnica financiera es su enfoque sobre el futuro, el foco de la técnica de descuento de flujo de fondos es asignarle un valor expresado en pesos de hoy al flujo de fondos esperado en un período próximo.

Este método está inspirado en la valorización financiera de los títulos públicos, en la valoración de un bono su precio se obtiene descontando los flujos de fondos que recibirá su poseedor en el futuro con una determinada tasa de descuento. Esta tasa de descuento viene impuesta por el mercado, de acuerdo con el riesgo que éste percibe para el bono en cuestión.

$$\text{Precio} = \text{Sumatoria Interés} / (1+i)^n + \text{Sumatoria Capital Nominal} / (1+i)^n$$

$$\text{es decir } \text{Precio} = \text{Sumatoria } (\text{Flujo de Fondos} / (1+i)^n)$$

	1	2	3	4	5
Hcy	↓	↓	↓	↓	↓
t = 0	Int.	Int.	Int.	Int.	Int. + Capital

Precio = Valor actual de la sumatoria de los Flujos de Fondos

1) OBJETIVO

Este tipo de análisis se fundamenta en la valorización de la empresa como si se tratara de un activo financiero capaz de producir renta, este enfoque se apoya en las técnicas utilizadas para el análisis de títulos de deuda, utilizando métodos cuantitativos para determinar el valor.

La utilización de la técnica financiera fundamenta el valor de una empresa en marcha expresándolo como función de la capacidad de generar ganancias en el futuro, y de que esas ganancias deberían materializarse al final de cada período proyectado, en fondos de libre disponibilidad para los accionistas.

El análisis del flujo de fondos es un acercamiento al valor muy común. Alfred Rappaport, profesor del Accounting and Information Systems at Northwestern University's Kellogg Graduate School of Management, ha asegurado que más de la mitad de las grandes adquisiciones han sido analizadas con las técnicas del descuento de flujo de fondos.

2) RENTA PERPETUA

Utilizado como atajo para efectuar el cálculo del valor actual de un activo que genera continuos beneficios. Este cálculo tiene como referencia los títulos de deuda perpetua que han sido emitidos por el gobierno británico. Se trata de obligaciones que el gobierno no está obligado a rembolsar, pero que ofrecen anualmente una renta fija a perpetuidad.

La tasa de rentabilidad de una deuda perpetua es igual al pago anual prometido dividido el valor actual:

Retorno = Flujo de tesorería / Valor actual,

de esta forma se puede invertir la ecuación y calcular el VA de la deuda perpetua:

$VA = \text{Flujo de tesorería} / r$

Deuda Perpetua Creciente:

Para incorporar el crecimiento esperado del flujo de tesorería deberíamos utilizar la siguiente fórmula:

$$VA = \frac{C1}{1+r} + \frac{C2(1+g)^2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{Cn(1+g)^n}{(1+r)^n}$$

Sí r es mayor que g , la fórmula ha emplear para la suma de progresiones geométricas es:

$$VA \text{ deuda perpetua creciente} = C1 / (r - g)$$

Estas fórmulas son utilizadas en las proyecciones de flujos de fondos para el cálculo del valor residual.

3) TASA DE DESCUENTO

La elección de las tasas a utilizar en los métodos basados en los flujos de fondos esperados es una de las cuestiones más complejas que se presenta a calcular el valor de una empresa.

Costo de Capital Promedio Ponderado:

Cualquier uso de capital implica un costo de oportunidad para los inversores, esto es así, porque se considera que los fondos a invertir no podrán obtener el rendimiento que proporcionaría la mejor inversión disponible en el mercado una vez que hayan sido utilizados.

Dadas las posibilidades de invertir en otras alternativas es que hay que comparar el costo de utilización de capital con estas alternativas. La firma sólo generará valor en la medida que su tasa de rendimiento supere su costo de capital.

$WACC = \text{Proporción Deudas} \times \text{costo de financiamiento de Terceros} + \text{Proporción Capital Propio} \times \text{Tasa de rendimiento requerida por el Accionista.}$

Los costos de capital deben ser aquellos que reflejan las condiciones actuales del mercado financiero, no los costos históricos. En el cálculo, el componente más difícil de estimar es el costo del capital propio, a diferencia de lo que sucede en el mercado de bonos. En cuanto a las acciones no existe una manera similar de obtener este valor, por cuanto hay que recurrir a métodos indirectos para determinar el costo del capital propio.

Capital Asset Pricing Model (CAPM)

El análisis del comportamiento de las carteras en condiciones de incertidumbre proporciona una herramienta para estimar la tasa de descuento a utilizar en los flujos de fondos descontados.

Supuestos principales:

- mercados eficientes
- equilibrio de mercado

El aporte principal de esta teoría es que describe el precio de mercado de riesgo que usarán todos los individuos que tomen decisiones en circunstancias de incertidumbre.

La ecuación del CAPM es la siguiente:

$$E(R_j) = R_f + (E(R_m) - R_f) \times \text{Beta } j$$

Donde:

$E(R_j)$ = rendimiento esperado

R_f = tasa libre de riesgo

$E(R_m)$ = rendimiento esperado de la cartera de mercado

$Beta = Cov(R_j, R_m) / Var(R_m)$ (covariancia del rendimiento título j y mercado / variancia del mercado)

La ecuación del CAPM nos indica que el rendimiento esperado sobre un valor individual o inversión productiva está representado por una tasa de interés libre de riesgo más una prima de riesgo.

La teoría de los mercados de capitales demuestra que la prima de riesgo es igual a la prima de riesgo de mercado compuesta por la diferencia entre el rendimiento esperado del mercado y la tasa libre de riesgo, $(E(R_m) - R_f)$, ponderada por el índice del riesgo sistemático del valor individual o de la inversión productiva, denominado Beta.

Método del “Build-up Approach

Este método es utilizado en la práctica norteamericana para valuar a las pequeñas y medianas empresas que no cotizan en Bolsa.

La aplicación del BA en su versión más simplificada permite construir la tasa de capitalización a aplicar al flujo neto esperado del período siguiente al de la valuación, mediante la aplicación del siguiente algoritmo:

$$I = r + s' + s'' = i' - g$$

r = tasa sin riesgo

s' = incremento por la inversión accionaria

s'' = incremento por el riesgo periódico específico de la empresa que debe ser valuada

i' = tasa de actualización financiera

g = tasa de crecimiento

I = tasa de capitalización

Este enfoque relaciona aspectos subjetivos con objetivos. Entre los primeros están la tasa de crecimiento y el riesgo periódico de la empresa. Otro aspecto que dificulta su aplicación en nuestro país es el hecho de que el indicador que mide el incremento por la inversión accionaria surge de estudios realizados durante años por una firma de consultoría americana sobre empresas de ese mercado.

Muestra realizada en EEUU sobre las principales prácticas financieras:

El propósito de este ensayo fue presentar evidencia acerca de cómo estiman los costos de capital algunas empresas. Este ensayo describe los resultados de una encuesta telefónica sobre un muestreo de 27 empresas ubicadas entre las más reconocidas por su manejo financiero y los principales asesores en materia de fusiones y adquisiciones.

Resultados Generales:

- La técnica de evaluación de inversiones predominante es el flujo de fondos descontados (FFD)
- La tasa de actualización predominante para el análisis del FFD es el costo de capital promedio ponderado (WACC)
- Las ponderaciones se basan en los valores de mercado y no en los valores contables de deuda y capital. Si el objetivo de estructura de capital de la empresa es conocido de modo público, y los inversores esperan que la empresa llegue pronto a esas proporciones, entonces los costos de mercado de deuda y capital propio pueden anticipar la estructura de capital objetivo.
- El CAPM (Capital Asset Pricing Model) es el modelo dominante de estimación del costo de capital propio
- El 89% utiliza la técnica del FFD para evaluar oportunidades de inversión
- El 89% utiliza alguna forma de costo de capital como tasa de actualización en su análisis de FFD
- El 85% utiliza alguna combinación de costos para determinar un costo promedio
- El 81% utiliza el CAPM para estimar su costo de capital
- La mayoría utiliza los bonos del tesoro a largo plazo como referente de la tasa sin riesgo
- 52% utiliza estimaciones publicadas para estimar el factor de volatilidad (Beta)
- 70% de los encuestados utiliza el modelo de FFD perpetuo para determinar el valor terminal

4) ARQUITECTURA FINANCIERA (ESTRUCTURA OPTIMA DE CAPITAL)

El objetivo de maximizar las utilidades de los accionistas está íntimamente ligado con el objetivo de lograr una estructura óptima de capital.

De acuerdo con la teoría de Modigliani y Miller, dentro del contexto de mercados financieros perfectos el valor de la firma no depende del financiamiento. Esto obedece a que la oportunidad de crear valor por innovación financiera es transitoria y a que el costo promedio de capital es independiente del financiamiento. Por su parte, éste está íntimamente relacionado con los valores de mercado, al aumentar la deuda financiera (apalancamiento financiero), el costo de capital, entendido como tasa exigida por el inversor también aumenta.

El costo de oportunidad del capital es la tasa esperada de retorno ofrecida por inversiones equivalentes en el mercado

de capitales, el mismo va a depender del uso de los fondos y no de su financiación (COM)

A medida que se incrementa el apalancamiento, tanto los obligacionistas como los accionistas habrán de estar sujetos a un mayor riesgo, este riesgo comprende tanto el riesgo de insolvencia como el riesgo de que se tenga una mayor fluctuación en los rendimientos esperados. A medida que el nivel del pasivo se incrementa, los inversionistas requieren rendimientos más elevados que les compensen asumir mayores riesgos.

Ejemplo:

Activo 100 Deuda 40

 Capital 60

Costo de Oportunidad del Mercado: 15% (COM)

Rendimiento Esperado por los Inversores: 17%

Costo Financiación Mercado: 12%

Donde:

$$0,40 \times 12\% + 0,60 \times 17\% = 15\% \text{ Costo de Oportunidad de Mercado}$$

Aumentando la participación de la Deuda en 20 p.p. implicaría que el Rendimiento de los Inversores pase del 17% al 19,5% para mantener el mismo rendimiento promedio del Mercado, definido como Costo de Oportunidad del Mercado (15%)

Rendimiento Esperado de los Inversores exigido para alcanzar el punto de equilibrio con el COM será:

$$(E) = 15\% - (0,60 \times 12\%) / 0,40 = 19,5\%$$

Bajo la hipótesis de mercados eficientes, el cambio producido en la estructura de financiación no produce cambios en el valor de la firma. El Costo de Oportunidad de Capital depende del uso de los fondos no de los recursos utilizados, en consecuencia el Costo Promedio de Capital (WACC) es reemplazado en la toma de decisiones por el Costo de Oportunidad del Mercado, independiza la decisión del financiamiento.

En los mercados reales, imperfectos por definición, sí importa el financiamiento, dado que en ellos conviven ciertos factores que pueden generar aumentos en el valor de la firma, entre los más conocidos podemos mencionar:

- subsidios de los gobiernos para alentar algunas actividades
- diferencias de información
- impactos impositivos
- incentivos gerenciales

¿Cómo el financiamiento puede afectar el valor de los activos y las oportunidades de crecimiento?

En el caso de la diferencia de información se observa que el comportamiento del precio de las acciones después de un anuncio de emisión de acciones generalmente es hacia la baja, esto obedece al análisis que hace el inversor racional sobre:

- El comportamiento de los gerentes: en el caso de que el futuro estimado de la firma sea bueno, éstos postergarían la emisión, por el contrario si la necesidad de fondos es alta, tratarán de acelerar la misma.
- En el caso de la deuda se observa un menor porcentaje de error en su evaluación respecto de la emisión
- Una nueva emisión no es una buena señal para el inversor, ésta se puede interpretar como una menor capacidad de generar fondos genuinos.

Existencia de impuestos: en el caso de EEUU se da que algunas financiaciones reducen el pago total de los impuestos pagados tanto por las compañías, como por los financistas e inversores.

En el caso de empresas que afrontan pérdidas y toman mayor financiamiento del que necesitan podrían verse en graves problemas. Esto le generará mayores gastos, dificultad para continuar con las operaciones, pérdida de confianza con clientes y proveedores, conflicto de intereses entre accionistas y prestamistas, se discontinúan los proyectos de inversión.

La nueva tendencia financiera, va más allá del diseño de la estructura óptima de capital como herramienta para maximizar un determinado mix de deuda, busca direccionar el análisis en lo que han denominado Arquitectura Financiera, ampliando el espectro de análisis e incluyendo la evaluación del Contexto donde la firma desarrolla sus actividades.

En este sentido el análisis de la arquitectura financiera involucra decisiones de cotizar o no en bolsa, organizarse como conglomerado económico, diversificarse o especializarse.

Más allá de un mix de deuda hay ciertas situaciones que se presentan en el mercado real que derivan en la conformación de determinada relación deuda / capital.

La evolución de la economía va desarrollando nuevas formas de vinculación entre los distintos actores que participan del proceso: entrepreneurs, inversores privados y mercados de capitales.

En el caso de la denominada nueva economía, biotecnología / sistemas, por citar un ejemplo, se está incentivando la apertura de capital. Esto obedece a los siguientes factores:

- El capital humano constituye el mayor aporte de valor agregado a estas empresas
- Necesidad de investigación y desarrollo
- Grandes necesidades de inversión adicional
- El entrepreneur recibe acciones: le da la posibilidad de percibir ingresos antes de que se den los resultados

- Incertidumbre: grandes riesgos asociados, los inversores pueden diversificar riesgos
- Apuesta al desarrollo: de antemano se aseguran su participación
- Cultura a largo plazo: el precio de la Compañía no se justifica en sus dividendos o ganancias, se relaciona con objetivos a largo plazo
- Los propietarios externos e internos conviven en el negocio

Los basamentos de la Arquitectura Financiera están dados por la convivencia de dos factores, el capital humano y el capital financiero. Esta separación de la propiedad y el control tiene por objetivo que los inversores tengan menor poder de negociación.

Del análisis del contexto derivará la forma en que las empresas puedan organizarse. En este sentido podemos encontrar firmas que van ampliando sus operaciones como Conglomerados Económicos y otras que conforman Asociaciones de Inversión, caracterizándose por adquirir empresas con apalancamiento.

En el caso de los Conglomerados, tipo de organización que fracasara en EEUU dado que el inversor tiene mayor capacidad de diversificar que la empresa, se observa que se mantienen vigentes fuera de la economía americana por los siguientes motivos:

- necesidad de contar con determinado tamaño para acceder a mercados financieros internacionales
- necesidad de contar con un poder de negociación importante, sobre todo en mercados donde la economía está todavía regulada por el gobierno
- necesidad de contar con economías de escala

Por su parte las asociaciones de inversión se caracterizan por ser un conjunto de inversores que buscan empresas altamente endeudadas con grandes posibilidades de ser rentables, someten a las firmas a una rigurosa re-estructuración antes de ponerlas a la venta.

Otros aspectos que influye sobre la estructura de financiamiento son las Instituciones Financieras, los Mercados de Capitales y los Sistemas Legales. El objetivo de cada gobierno en materia económica debería centrarse en desarrollar leyes y regulaciones, promover las instituciones y el mercado financiero, de manera que puedan coexistir varias estructuras financieras y nuevas estructuras financieras puedan ser desarrolladas, todos estos conceptos deben estar debidamente adaptados a la naturaleza de los negocios y a las condiciones del mercado local.

En suma, la aplicación de esta arquitectura financiera estará apoyada en la relación entre propietarios del capital, el capital humano, los incentivos, las posibilidades de financiación, la cobertura de riesgo, y el marco jurídico en que se desarrolle.

5) CALCULO DEL VALOR DE LA EMPRESA A PARTIR DEL FLUJO DE FONDO

El valor va a estar dado por el valor presente del flujo de fondos libres que se espera generar el negocio.

Valor = VPN del Flujo de Fondos Libres

La utilización de la técnica del descuento de flujos de fondos no sólo nos aproxima al valor actual de los flujos futuros sino que también proporciona al management información relacionada con la planificación estratégica de la empresa, su entorno, evolución y perspectivas a futuro.

La aplicación de esta técnica sugiere desarrollar los siguientes pasos para asegurarse que toda la información relevante que pueda incidir en las operaciones sea tomada en cuenta:

a) Análisis histórico de la empresa:

- composición y evolución de las cuentas de resultados
- evolución del estado patrimonial
- evolución de las inversiones de la empresa
- evolución de la financiación de la empresa
- análisis de la salud financiera
- ponderación del riesgo del negocio

b) Análisis estratégico y competitivo

- evolución del sector
- evolución de la posición competitiva de la empresa
- posición competitiva de los principales competidores
- identificación de oportunidades, fortalezas, debilidades y amenazas

c) Proyecciones Financieras

- determinar el horizonte temporal a ser considerado en el análisis, este dependerá del ciclo del negocio o bien del propio plan estratégico del comprador
- proyección de ventas y gastos operativos, composición de resultados
- flujos de caja generados por la firma, estimación plazos
- valor residual: este concepto debe estar íntimamente ligado con el plan estratégico de la empresa, y su relación con el corto o largo plazo, será distinto para una empresa cuya estrategia este designada para maximizar el corto-mediano plazo.
- inversiones: considerar todas las reinversiones para que el negocio crezca
- financiación

- análisis de sensibilidad, previsión de varios escenarios alternativos
- previsión de la evolución del mercado, participación de la firma y de la competencia
- identificar costo promedio ponderado de la Compañía
- costos de oportunidad (alternativas de inversión)
- tasa de corte requerida por los inversionistas

Definición de los distintos flujos de fondos:

Flujo de Fondos para el Accionista

Es el dinero que queda disponible en la empresa después de impuestos, de haber cubierto las necesidades de inversión en activos y las necesidades operativas de fondos, y de haber abonado las cargas financieras como así también el principal.

Representa el dinero que se destinará al pago de dividendos.

Flujo de Fondos de Capital

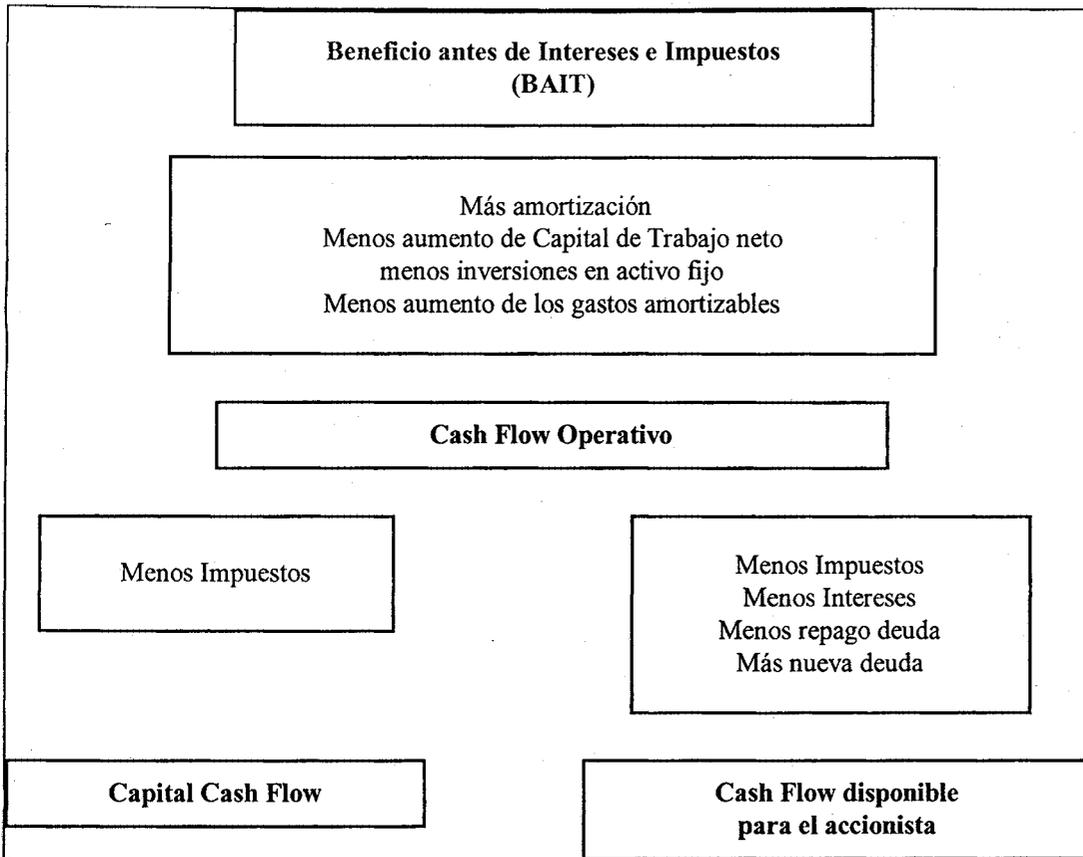
A menudo se utiliza esta expresión para representar al flujo de fondos disponibles para los poseedores de deuda más el flujo para los accionistas. El flujo de fondos para los poseedores de deuda se compone de la suma de los intereses más la devolución del principal.

Flujo de Fondos Libres

Es el flujo de fondos generados por la operación después de impuestos, no se toma en cuenta el endeudamiento financiero de la empresa, es decir, sin restar la financiación de terceros y el costo de los intereses. Es el remanente de fondos que queda después de haber cubierto las necesidades operativas de fondos.

Free Cash Flow = Ganancia operativa después de Impuestos - incrementos en capital de trabajo - inversión de capital

Diagrama de flujos:



Se recomienda estructurar el análisis de los flujos de fondos de manera que la dirección financiera de la empresa que esté evaluando la adquisición pueda establecer cuáles son los factores que crean valor.

Se sugiere establecer el siguiente esquema de trabajo:

- Flujo de Fondos provistos por la Operación
- Flujo de Fondos provistos por las sinergias financieras, operativas o fiscales
- Flujo de Fondo Total

El análisis estratégico será el encargado de aportar el detalle de los factores claves de éxito a tener en cuenta en la confección de los flujos de fondos.

El comportamiento aleatorio de los Flujos de Fondos:

Algunas leyes de probabilidad que resultan útiles en la práctica son utilizadas para introducir en el análisis de flujos de fondos los distintos valores que puede tomar la variable.

Distribución Beta:

Se determinarán los siguientes flujos de fondos:

- pesimista: el menor flujo de fondos que la inversión pueda generar
- más probable: el flujo que normalmente debería generar la inversión
- optimista: el mejor flujo que pueda alcanzar la inversión

La distribución de probabilidad se dará de la siguiente manera:

$$E(R_j) = \frac{FFP + 4 FFN + FFO}{6}$$

$$\text{Varianza} = \frac{(FFO - FFP)^2}{36}$$

Distribución Triangular:

$$E(R_j) = \frac{FFP + FFN + FFO}{3}$$

$$\text{Varianza} = \frac{(FFO - FFP)^2 - (FFN - FFP) \times (FFO - FFN)}{18}$$

Distribución Rectangular o uniforme:

$$E(R_j) = \frac{FFP + FFO}{2}$$

$$\text{Varianza} = \frac{(FFO - FFP)^2}{12}$$

Modelos de Simulación: Método de Monte Carlo

El método de Monte Carlo se puede utilizar en el análisis de las inversiones con riesgo. David Hertz ha propuesto el empleo de la simulación de Monte Carlo para determinar el rendimiento medio y su dispersión de los proyectos de inversión, y considera que las decisiones de inversión de la empresa están condicionadas por los siguientes factores:

- tamaño del mercado
- precios de venta
- tasa de crecimiento del mercado
- participación en el mercado
- inversión requerida
- valor residual o de recuperación de la inversión
- costos variables de la operación
- costos fijos
- vida útil de los equipos

El modelo consiste en hacer distintas combinaciones posibles de las variables de manera de determinar una función de densidad de probabilidad, a través de la cual se accederá al valor esperado y al desvío estándar de dicha función.

6) CASO PRACTICO DE VALORIZACION DE UNA EMPRESA

El desarrollo práctico de este módulo fue realizado utilizando el siguiente esquema de análisis:

- determinación del estado de resultado proyectado:
 - situación actual
 - proyección de nuevos negocios
- determinación de los flujos de fondos:
 - situación actual
 - proyección de nuevos negocios
 - evaluación de sinergias operativas, financieras e impositivas
 - cálculo de las tasas de descuento: costo de capital promedio / ajuste por riesgo y tasa requerida por inversionista
 - valor residual: se estimó el valor de los flujos de fondos futuros tomando en cuenta un crecimiento continuo

Se ha dividido el análisis de los Flujos de Fondos separando los flujos operativos de las nuevas inversiones y de los flujos por sinergia para poder evaluar cuáles factores son generadores de valor. Adicionalmente, la forma en que han sido presentados los resultados financieros permite establecer para la empresa compradora cuál es el aporte de valor

que genera la operación de M&A y cuál será el precio máximo que se podrá pagar por ella.

CALCULO DE LOS VALORES ACTUALES

	TASA	V. ACTUAL	2000	2001	2002	2003	2004	RESIDUAL
Situación Actual	19%	45.094	2.784	430	11.126	8.505	74.621	67.108
Participación s/VA tota	52%	VA	2.343	305	6.636	4.271	31.539	
Sucursales a Incorporar	25%	33.746	4.641	5.019	8.617	9.304	56.757	46.144
Participación s/VA tota	39%	VA	3.713	3.212	4.412	3.811	18.598	
Flujo de Fondos Sinergia	15%	8.179	3.637	3.267	(3.369)	433	9.080	8.035
Participación s/VA tota	9%	VA	3.162	2.471	(2.215)	247	4.514	
Valor Actual Operación Conjunta		87.019	11.061	8.717	16.374	18.242	140.457	121.287
			9.218	5.988	8.833	8.329	54.652	
Oferta realizada por la Comprador		(50.000)	11.061	8.717	16.374	18.242	140.457	
TIR		39%						

En los anexos 1 al 8 se encuentra el detalle del proceso de valorización enunciado en este punto.

El valor agregado de la adquisición estará dado por el valor de la operación conjunta menos el valor de la empresa adquirida operando sola, mientras que el verdadero valor anexado a la firma compradora va a estar dado por la diferencia entre el valor agregado de la adquisición menos el precio pagado a la parte vendedora.

D) OTROS METODOS DE VALORIZACION

1) EVA (ECONOMIC VALUE ADDED)

EVA constituye una medida de performance, es una herramienta que ha sido desarrollada con el objetivo de determinar la manera en que la firma agrega o pierde valor a través de sus operaciones. Este indicador de desempeño económico ha sido registrado y desarrollado por la firma Stern Stewart & Company.

Este indicador está basado en la noción de ganancia "económica", entendida como la ganancia después de considerar los retornos de quienes financian el capital. En este sentido la ganancia es neta no sólo de los intereses de pasivos financieros sino también del costo de los fondos propios. El indicador mide como creación de valor la magnitud de la ganancia que supera el costo de capital de un período.

EVA es una medida de ingreso residual que sustrae el costo de capital (fondos propios) de las ganancias operativas generadas en el negocio.

Quienes están a favor de esta metodología sugieren que es la única medida de performance que apunta directamente al valor de mercado intrínseco de la compañía. Esta medida también se recomienda para la aplicación de objetivos, presupuestos de capital, en la aplicación de incentivos y compensaciones y en la comunicación con el comité

ejecutivo.

De acuerdo con esta corriente de pensamiento la ganancia actual, el crecimiento de las ganancias y los dividendos pueden mostrar ser una medida irreal de valor.

EVA puede expresarse de la siguiente manera:

$$\text{EVA} = \text{NOPAT (net operating profit after tax)} - k \times C$$

donde

- Nopat = ganancia operativa después de impuestos
- k = tasa de costo de capital
- C = Capital al Inicio (Activo corregido al inicio del período)

o bien: $\text{EVA} = (r - k) \times C$

donde

- r = rendimiento operativo

Este método utiliza un enfoque contable con magnitudes corregidas de la ganancia y el activo, e introduce el costo de capital de modo explícito en la medida.

La intención de este punto es conocer la metodología de cálculo y los principios que fundamentan su utilización, para más adelante tratar su relación con la valuación de la empresa, cabe destacar que su tratamiento obliga a ciertas correcciones en las cifras contables para aproximarse a los valores de mercado.

2) MVA (MARKET VALUE ADDED)

El valor de mercado de los títulos emitidos por la empresa está expresado por su precio. El Market Value Added es una medida financiera de desempeño que pretende obtener cuál es el agregado de valor que proporciona la firma. En otras palabras, es un indicador que mide el valor de mercado adicional respecto a los recursos invertidos. Se utiliza en el análisis de desempeño conjuntamente con el indicador EVA.

El valor de mercado de una compañía es igual al capital que la compañía ha invertido actualmente más una prima por los EVA proyectados y descontados a valor presente.

$$\text{MVA} = \text{valor de mercado} - \text{capital}$$

$$\text{MVA} = \text{valor presente de todos los futuros EVA}$$

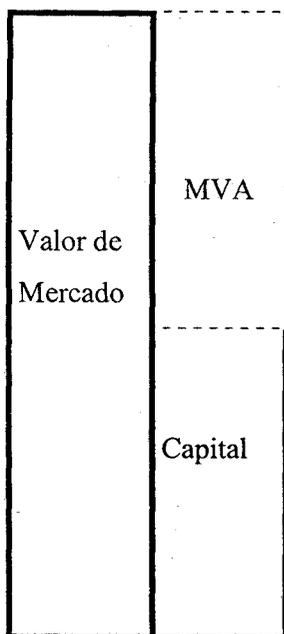
Los negocios capaces de generar ganancias por encima de su costo de capital producen EVA's positivos y generan

una prima en su valor de mercado. Consecuentemente los negocios que generan retornos por debajo del costo de capital generan EVA's que descuentan el valor del capital que están utilizando.

Para esta corriente de pensamiento la maximización del valor presente neto del EVA es lo mismo que maximizar el valor de mercado intrínseco.

La relación entre MVA y EVA

Valor Prima



$$MVA = \frac{EVA1}{(1+k)} + \frac{EVA2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{EVAn}{(1+k)^n}$$

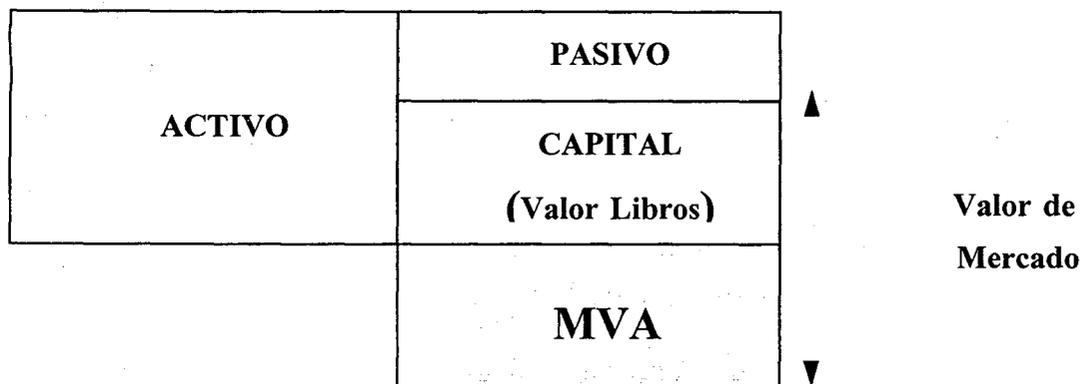
Los cambios en MVA pueden interpretarse de la siguiente manera:

- Incrementos en el MVA: la expectativa de retorno sobre el capital es mayor que el costo de capital
- Disminución en el MVA: no se espera que las nuevas inversiones superen el costo de capital
- Si MVA es positivo aún con EVA negativo puede interpretarse como que el mercado le está dando mayor valor a los EVA futuros esperados.

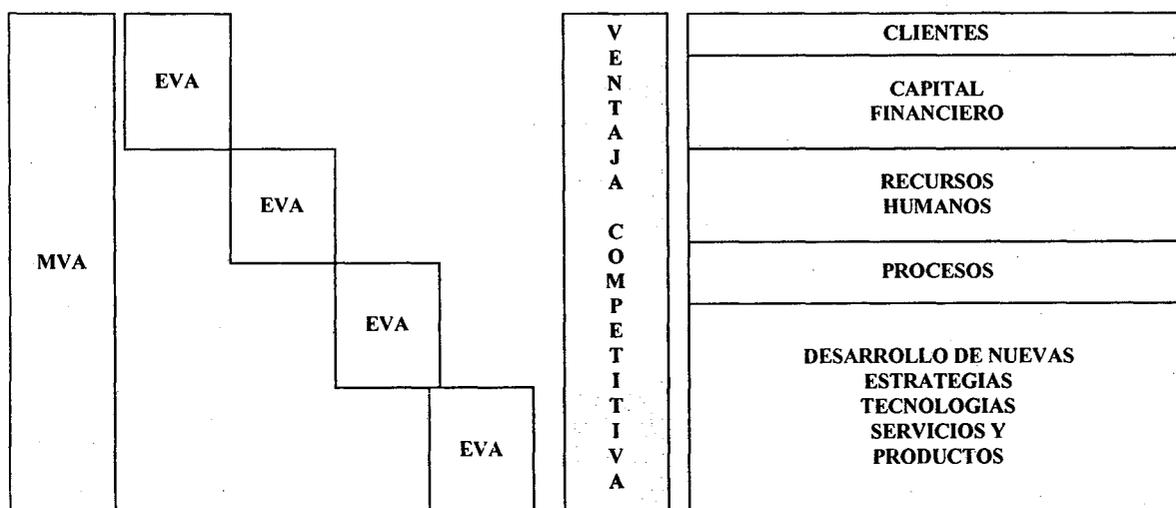
Según esta corriente de pensamiento no influye en el crecimiento, ni el retorno ni los dividendos por sí sólo,

solamente se incrementa el valor si $r > k$, el crecimiento en sí no crea valor, los nuevos proyectos tienen que superar el costo del capital, en el caso de la tasa de retorno, maximizarla provocará una mejora en los ratios. No obstante, lo que realmente interesa es el aumento en términos absolutos que se haga sobre el capital. Por su parte los dividendos no afectan la ecuación, dado que reducen el valor del mercado y el valor de libros, sin afectar el MVA.

El MVA como se definió anteriormente es la diferencia entre el Valor de Mercado y el Valor de Libros de una empresa



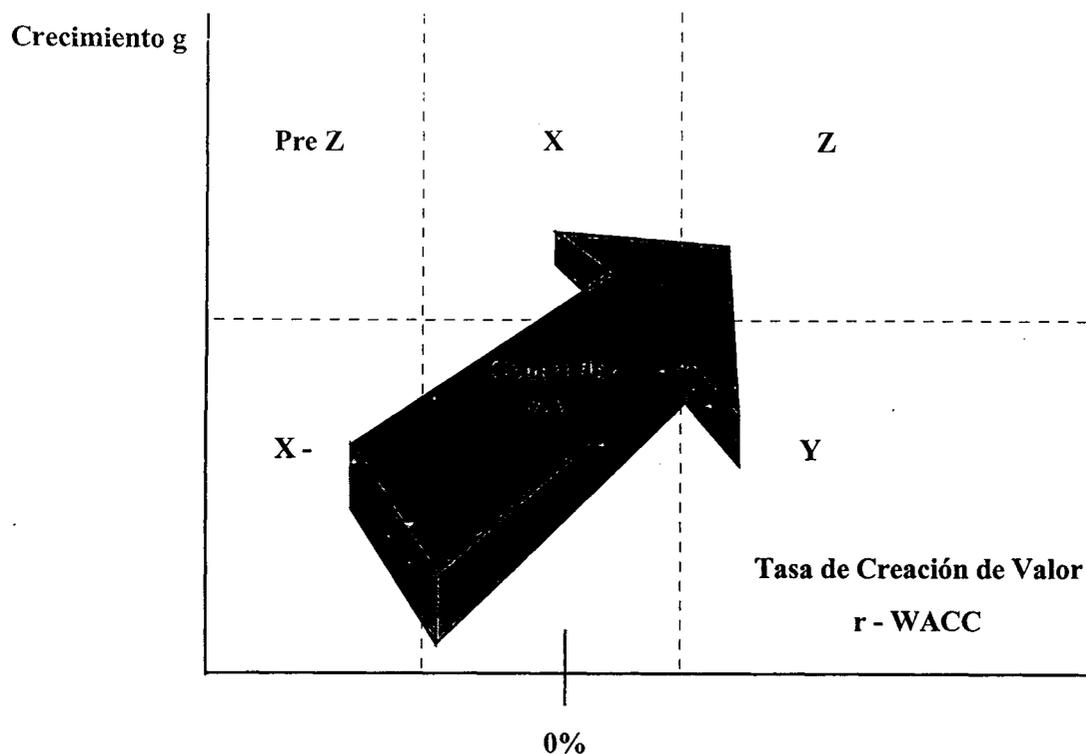
El MVA es el Valor Actual de los EVA's futuros, este estará representado por las capacidad que tenga la empresa de mantener Ventajas Competitivas en el tiempo.



Adicionalmente a la influencia que tiene el spread entre la tasa de retorno y el costo promedio del capital puede incluirse el factor de crecimiento. La fórmula para el cálculo del MVA es la siguiente:

$$MVA = (r - WACC) \times \text{Capital} \times \frac{1 + g}{WACC - g}$$

Matriz que nos muestra la relación entre Tasa de Crecimiento y Tasa de Creación de Valor



El inversionista centrará su elección en las empresas asignadas como Z que representan el rango de empresa con la combinación más alta de tasas de crecimiento y creación de valor.

Los segmentos identificados en el gráfico corresponden a los siguientes conceptos:

Empresas X: este segmento está compuesto por aquellas empresas que aún mostrando crecimiento en sus ganancias operativas, muestran un retorno de la inversión semejante al costo promedio de capital.

Empresas Y: empresas que demuestran tener más eficiencia en la inversión, pueden tener la misma tasa de crecimiento que las anteriores. No obstante por lograr un mayor rendimiento sobre la inversión general, logran más valor que las anteriores.

Empresas Z: en este segmento las empresas se caracterizan por contar con una tasa de crecimiento importante. Es muy común que se vea en estas compañías aumentar sus deudas financieras, financiando parte de este crecimiento con un mix de deuda y capital propio. Esto puede producir un cash flow negativo (se invierte más allá de lo que la empresa genera). Esto se puede mantener en la medida que la empresa obtenga tasas de retorno que cubran el costo combinado de nueva deuda y capital propio. Z crea más valor porque sus planes de introducir la mayor parte de capital en proyectos con valor presente neto positivo.

X menos: empresas cuyas inversiones rinden por debajo del costo promedio de capital

Pre Z: son compañías que tienen cierto potencial de crear valor, tienen altas tasas de crecimiento, y generalmente se corresponde con empresas que están a la vanguardia de nuevas oportunidades. Por el momento han soportado grandes pérdidas financieras con flujos negativos, pero tienen el potencial para conseguir al inversor que aporte los fondos.

El generador de valor va a estar condicionado por la capacidad de la empresa de invertir en proyectos que excedan su costo promedio de capital, y potenciado en la medida que pueda mantener la tasa de crecimiento de las ganancias en el tiempo.

3) EVA COMO HERRAMIENTA FINANCIERA

Esta herramienta, según sus creadores, es la única medida de performance capaz de determinar el monto de creación de valor. Sostienen que el objetivo máximo de cada Compañía debería ser incrementar su EVA.

Consideran que su utilidad puede dejar de lado a indicadores como ganancias por acción, tasa de crecimiento de ganancias, tasas de retorno, dividendos e incluso el cash flow.

Cuando se utiliza EVA, analizándolo bajo el método de lo percibido, constituye la medida apropiada para medir las tres maneras en que la compañía crea valor:

- mejorando la eficiencia operativa de las operaciones actuales: se creará valor cuando se incremente la ganancia operativa de la firma sin aumentar el capital invertido
- cuando la ganancia operativa muestra crecimientos rentables: se creará valor cuando el rendimiento de las inversiones que realice la empresa superan el costo del capital
- cuando se discontinúen actividades antieconómicas en las cuales la inmediata salida produce mejores rendimientos

La importancia de EVA radica en que es el motor que genera un premio en el valor del mercado. Cuando éste es proyectado y descontado a valor presente, representa el valor presente de todos los proyectos de capital pasados y futuros.

Según esta corriente de pensamiento EVA puede tener el mismo valor que el free cash flow, pero es mejor que el flujo de fondos descontados porque conecta los procedimientos de valuación con la subsecuente evaluación de

performance.

4) INTRODUCIENDO EVA EN LA VALORIZACION

De acuerdo con sus creadores la utilización de EVA tiene la ventaja de mostrar cuánto valor está siendo agregado al capital empleado en cada año proyectado. Este sería el único método que podría conectar claramente el presupuesto de capital y las decisiones en inversiones estratégicas con la manera en que la performance de la operación actual está siendo evaluada.

Pautas para el cálculo:

1) Ganancia operativa neta después de impuestos / Capital al Inicio = r

2) WACC = k

3) Spread => r - k

4) x Capital al Inicio

5) = EVA

6) Precio por acción

7) Valor de libros / Cantidad de acciones emitidas

8) Precio - valor de libros

9) Cantidad de acciones

10) MVA

5) CASO PRACTICO DE VALORIZACION

Concepto	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Ganancia Operativa	1.100	1.210	1.331	1.464	1.611	1.772
Capital al Inicio	8.800	9.680	10.648	11.713	12.884	14.173
r	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%
k	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Spread	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Capital al Inicio	8.800	9.680	10.648	11.713	12.884	14.173
EVA	220	242	266	293	322	354
VP (factor de 10%)	0,9535	0,8668	0,7880	0,7164	0,6512	6,5123
VP EVA	210	210	210	210	210	2.306
Acumulado	210	420	630	840	1.050	3.356
Capital (*)						9.230
Valor						12.586

Supuestos utilizados:

Crecimiento ganancia operativa por año 10%

Valor presente de EVA año 99 calculado como perpetuidad utilizando un factor de ajuste de 6,5123

Capital (*) = $9.230 = 8.800 \times (1 + 10\%)^{(1/2)}$

El valor presente de todos los futuros EVA, \$ 3.356 es la prima por valor creado.

Sus creadores sostienen que EVA torna el valor de una compañía en la valuación de una serie individual de proyectos, mientras que la técnica del flujo de fondos libres le da el mismo tratamiento que a un ejercicio de presupuesto de capital.

Otra razón que argumentan sus autores respecto al Free Cash Flow es que se puede distinguir el nivel y crecimiento del EVA, mientras que en la otra técnica no es tan obvio.

A) FUSIONES Y ADQUISICIONES: DE LA PLANIFICACION A LA ACCION

El objetivo del presente trabajo es establecer un marco teórico en el cual se debería desarrollar todo proceso de M&A para que su resultado sea exitoso.

El sustento de este proceso decisorio debe buscarse en el proceso llevado a cabo por la firma para determinar las directrices que liderarán la vida de la firma. El denominado proceso de planificación estratégica es el proceso mediante el cual la empresa establecerá qué es y qué debería ser.

La alta dirección establece la “misión corporativa”, como se expuso anteriormente, es la encargada de regular el comportamiento de la organización y establecer el conjunto de propósitos cualitativos de la firma a corto y largo plazo.

A partir de la misión corporativa se desencadena el proceso a través del cual la alta dirección fija las metas, objetivos, programas y planes que permitan hacer posible la visión corporativa establecida en la definición de esta misión.

El análisis estratégico incluye analizar las capacidades internas de la firma, el contexto en el que desarrolla su actividad y los posibles escenarios futuros, establecer objetivos, metas, y el plan de implementación.

De acuerdo con el planteo de Hamel y Prahalad en el proceso de planificación estratégica se definirá la misión de la corporación, no en función de lo que la compañía es hoy, sino en función de los beneficios que aportan a los clientes y las necesidades que puede cubrir a futuro, aplicando un pensamiento innovador acerca de competencias esenciales y funcionalidad de productos / servicios.

El proceso de planeamiento estratégico brindará a los directivos el conocimiento de sus capacidades, los puntos débiles y fuertes de la organización, y las áreas de oportunidad que tengan correlación con sus objetivos, a partir de los cuales se orientan sus acciones para fortalecer las ventajas competitivas, eliminar sus debilidades, potenciar sus capacidades y acceder a las oportunidades del mercado.

Este mismo esquema racional es el que se sugiere seguir para lograr procesos de adquisiciones y fusiones exitosos, combinando el proyecto de adquisición dentro del plan estratégico de la corporación y planificando de este modo cada uno de los pasos a seguir.

El objetivo máximo de la firma debe estar asociado con la creación de valor para los accionistas, y todo plan de adquisición no puede perder de vista este postulado. El análisis pormenorizado de la situación de la compañía y del entorno en el que se desempeña permitirán analizar las oportunidades de compra o asociación empresarial de manera estratégica, evaluando todos los impactos sobre la firma y acceder a la adquisición sólo en el caso de que contribuya a los objetivos corporativos, renunciando a las compras oportunistas por precio o financiamiento.

En función de los objetivos trazados por la estrategia corporativa se establecerá qué tipo de integración contribuirá de manera más eficiente a las metas fijadas. En este sentido el análisis financiero involucra decisiones tales como organizarse en forma de conglomerado económico, diversificarse o especializarse.

Las estrategias más comunes en M&A están orientadas a aumentar la participación en el mercado, alcanzar economías de escala, acceder a nuevos mercados y cadenas de distribución, reducir costos operativos, incorporar nuevos productos al portfolio actual y restringir el ingreso de nuevos competidores.

Si nos remitimos a la escuela de pensamiento de Michael Porter acerca del análisis de las fuerzas competitivas de una industria o sector, podemos observar que las metas enumeradas en el párrafo anterior están vinculadas directamente con las cinco fuerzas competitivas del Mercado:

- barreras de ingreso
- poder de los compradores
- poder de los proveedores
- amenaza de productos sustitutos
- poder de la competencia

De ahí la importancia de entender las fuerzas competitivas que mueven al sector bajo análisis. Del mismo surgirá la viabilidad de la operación de M&A, o la conveniencia del desarrollo de ventajas competitivas “in house”.

La segunda etapa del proceso consiste en el armado del plan que nos conduzca hasta los objetivos planteados. La experiencia en este tipo de operaciones sugiere la creación de un equipo multidisciplinario de trabajo con participación del área comercial, financiera, impositiva, legal y de producción.

A continuación deberán establecerse todos los requisitos que la empresa considere necesarios encontrar en el candidato. Se trata de la confección de una lista de atributos que pueden estar relacionados con tamaño, ubicación, métodos de distribución, métodos de producción, nicho o segmento en el que opera, etc. La idea es

contar con una serie de condiciones requeridas por la firma, que sirvan para ordenar a los candidatos que se seleccionen.

La lista de candidatos comenzará con el análisis de todos los participantes del sector o segmento de negocio, más los potenciales ingresantes al mercado. Luego se irá filtrando en función de la confección de un ranking, ordenando a los candidatos por el ponderado de los atributos seleccionados en la etapa anterior. Para ello es necesario que el equipo multidisciplinario haya trabajado en la valorización de cada una de las condiciones requeridas de manera de contar con un criterio de selección adecuado.

Una vez definido el candidato se llevará a cabo la estrategia de comunicación, la cual debe ser planeada cuidadosamente. Se recomienda en estos casos la participación de Bancos de Inversión o Brokers que estén especializados en estos temas. Las posibilidades de fracaso si no se planifica esta etapa pueden ser altas. La comunicación debe ser precisa, sin exitismos que eleven los precios de compra, y sin el pesimismo que haga caer la operación.-

Una vez superada esta instancia, con la conformidad de ambas partes de seguir con la operación, se formalizará el acuerdo a través de una Carta de Intención, que resuma las principales condiciones y términos de la transacción. Al mismo tiempo se celebrará un Contrato de Confidencialidad que garantice a las partes que el resultado del proceso de análisis y evaluación no será difundido.

En ese momento comienza el trabajo conjunto entre la empresa compradora y la vendedora. Un equipo multidisciplinario de la parte compradora comenzará el proceso de evaluación del candidato “in situ”.

Este proceso involucra el análisis de todos los procesos operativos, administrativos y financieros de la vendedora. En esta etapa el comprador debe asegurarse que no existan pasivos contingentes o riesgos no identificados. Será su función interiorizarse al máximo del negocio de la empresa seleccionada.

Se recomienda en este período planificar las tareas y los tiempos de relevamiento, apoyados en herramientas como flujogramas, tablas de tiempo, “brain storming”, etc.

Uno de los aspectos que no deberá dejarse de lado es el de los Recursos Humanos. Este ítem es de suma importancia por el choque de culturas que se da generalmente en las operaciones de M&A. Se trabajará en el desarrollo de una nueva cultura organizacional a partir de las dos empresas, evitando que prevalezca una cultura sobre la otra.

Dentro de las tareas del equipo multidisciplinario está la Valorización de la operación. En el módulo siguiente se debatirá acerca de los métodos dentro de la teoría financiera. En esta valorización deberán tenerse en cuenta todas las sinergias generadas a partir de la fusión o adquisición, como así también detectar todos los factores que puedan incidir en el valor de la organización que compra. Los principios financieros utilizados se asemejan a los utilizados en los proyectos de inversión de capital.

Toda esta tarea quedará reflejado en un Informe que será presentado a la Asamblea de Accionistas, el cual va a incluir además de todo el proceso enumerado, la recomendación por parte del equipo y del asesor financiero acerca del precio de la operación que garantice la creación de valor para los accionistas.

B) VALUACION DE EMPRESAS:

El postulado financiero por excelencia que no puede perder de vista ningún director financiero es “la creación de valor para el accionista”, la empresa será analizada desde el punto de vista financiero como si se tratara de una cartera de inversión.

La separación entre propiedad y control es cada vez más acentuada, sobre todo en los países desarrollados donde los mercados de capitales alcanzan un alto grado de importancia en la financiación de las empresas.

Se puede observar en la literatura financiera la importancia que se le otorga a los mercados de capitales. Estudios realizados por la Organización de Naciones Unidas (ONU) señalan a este factor como uno de los principales componentes que intervienen en el desarrollo económico de los países.

El medio empresarial en que la firma se desarrollará estará influenciado por varios factores, que deberán ser adecuadamente decodificados por la compañía. De manera de poder realizar con éxito su objetivo de maximizar el valor para el accionista. Dentro de estos factores debemos señalar las perspectivas de mercado, acceso a recursos, reglamentaciones del gobierno, funcionamiento de las instituciones y del sistema financiero.

La interrelación de estos factores actuará de forma determinante en las decisiones de inversión. En el caso de los países en desarrollo se puede observar claramente como el marco político, institucional, legislativo y reglamentario influye en el contexto económico, motivando o no, según su género, a la iniciativa privada.

En el contexto actual con una economía globalizada, caracterizada por la aceleración de los cambios tecnológicos, mayor competitividad, mayor productividad, concentración económica y expansión hacia nuevos mercados, los gobiernos de estos países deberán aplicar políticas macroeconómicas que fomenten la estabilidad

de precios, reorienten el gasto público, incentiven la actividad privada y desarrollen mercados financieros eficientes.

La existencia de un mercado financiero eficiente permite fomentar el ahorro interno, reducir el costo financiero y colocar títulos de deuda en otros mercados.

En este contexto donde se advierte la tendencia a separar el control de la empresa de su propiedad, los directores financieros deberán orientar los resultados de las compañías en función de los intereses de los accionistas.

El director financiero no deberá perder de vista el concepto que moviliza las decisiones de los Inversores, sus esfuerzos estarán orientados a mantener a la firma en niveles atractivos de rendimiento, no podrá ignorar que fuera de la empresa existe un mundo caracterizado por una gran variedad de alternativas de inversión que están compitiendo permanentemente por atraer capitales.

De acuerdo con la teoría financiera, los mercados de capitales desarrollados son los que se van a encargar de eficientizar la distribución de ingresos, orientando los fondos hacia los mejores proyectos dejando de lado los de bajo rendimiento.

En los procesos decisorios de fusiones y adquisiciones deberán estar presente estos postulados financieros, por cuanto en el proceso de valuación de las alternativas deberá cuantificarse el efecto de la adquisición en el rendimiento esperado de los accionistas.

Existe un punto en particular que forma parte del proceso decisorio de los M&A que es fundamental, y que ha ido evolucionando con la aplicación de nuevas técnicas financieras. Se trata de la valorización de la operación de M&A. Esta etapa es un proceso en sí mismo, del cual resultará el precio que la parte compradora estará dispuesta a pagar por la firma.

A lo largo de la historia se puede observar una búsqueda constante por parte de la comunidad económica de metodologías que ayuden a estimar el valor de una empresa en marcha. Los fundamentos que fueron acompañando el desarrollo de distintas metodologías tienen su origen en los actos de comercio primario como la compra venta de bienes tangibles, basados en el intercambio de bienes en un mismo momento con una determinada tasa de sustitución de un bien por otro. Luego se fueron incorporando aspectos financieros como el valor tiempo del dinero, se evaluó el consumo en función a la tasa de sustitución entre dos períodos, incorporando en el análisis las preferencias intertemporales de los individuos. Se profundizó sobre el manejo del factor incertidumbre, intensificando el análisis sobre riesgo; se amplió el estudio de sensibilidad de las variables intervinientes. También se incorporó el análisis estadístico, orientado en la escuela subjetiva de pensamiento, de manera de evaluar los acontecimientos por su frecuencia relativa.

Se pueden presentar empresas que cotizan en bolsa y otras que no. La diferencia estará dada porque las primeras tienen un precio por acción conocido, que es el precio de mercado. No obstante en los casos de operaciones de M&A en la que las compras representan la toma de control, será necesario aplicar la técnica de valorización para establecer el precio de compra.

El valor de cualquier bien estará asociado con el grado de satisfacción que dicho bien genere para quien lo adquiere. Cuando analizamos esta hipótesis desde el punto de vista del inversor racional se observa que sus decisiones están influenciadas por sus preferencias subjetivas, exigiendo para cada inversión un rendimiento acorde con el riesgo asumido.

La búsqueda de técnicas de valorización comienza con los métodos patrimoniales. Estos métodos se caracterizan por definir el valor de la acción de acuerdo con su valor de libros. Su expresión más pura estará dado por los recursos propios (Patrimonio Neto). Este método está apoyado en las técnicas de registración contable, de ello se desprende que está tomando como base un momento determinado del tiempo, estático por definición. En una segunda etapa la técnica contable de registración ha buscado reflejar en libros el valor "real" de sus bienes, derechos y obligaciones. De esta manera se fue incorporando la utilización de valores corrientes, entendiendo por corriente el valor de mercado de dichos bienes, derechos y obligaciones. Esto dio lugar a una variante en el método de valorización patrimonial, acorde con la tendencia del momento se incorpora en el método el ajuste de algunas partidas a valores corrientes neto de partidas como bienes obsoletos o deudores incobrables.

Estas técnicas no respondían al sentido común del Inversor; sus preferencias subjetivas lo llevan a comparár cuánto recibo en función de lo que invierto, en este sentido, ningún indicador de rendimiento esta contemplado por este método.

Esta búsqueda por el valor llevó a desarrollar dos técnicas alternativas, ambas derivadas del método patrimonial. Una de ellas buscó valorizar a la firma en función de cuánto se obtendría por la misma si se vendieran todos sus bienes, se realizaran todos sus derechos y se cancelaran todas sus deudas, esta técnica basada en los datos aportados por la liquidación de empresas, no responde al espíritu general de las operaciones de M&A que es la continuidad empresaria. Su aplicabilidad es escasa, se utiliza generalmente en los procesos decisorios de discontinuidad o bien para comparar contra las ofertas recibidas en los procesos de venta. Por el otro lado se desarrolló una técnica que buscaba cubrir el aspecto de continuidad económica, en contraposición al método de liquidación. Esta metodología consistía en valorizar la firma como si se tratara de replicar la inversión inicial realizada por la firma, respondía a la pregunta qué bienes debo incorporar para tener el mismo nivel de

actividad. En la búsqueda de modelizar la realidad económica se distorsionó la interpretación del concepto de empresa en marcha.

Tampoco estas variantes del método original estaban tomando en cuenta el rendimiento. A partir de entonces surgen los métodos basados en las cuentas de resultados, de esta manera se implementaron métodos de cálculo de valor a través de multiplicadores de beneficios, dividendos o ventas. Dos de estos métodos fueron frecuentemente utilizados en el mercado americano en las operaciones que involucraban empresas que no cotizaban en bolsa. Se utilizaron dos enfoques basados en sociedades y operaciones de adquisición comparables.

En el primer método la hipótesis de trabajo descansa sobre la teoría de que se puede acceder al valor de la firma tomando como referencia indicadores sobre precios de empresas que cotizan en bolsa que tengan características similares a la que se está evaluando. Para lograr este indicador se deberá relacionar alguna variable como ventas o beneficio con el precio de la acción de la empresa seleccionada como comparable. Este indicador será utilizado para proyectar el precio de la acción de la empresa bajo análisis.

En el segundo de los casos se utiliza un nivel más práctico, accediendo a operaciones similares dentro del mismo segmento de negocio. El valor será proyectado en función del precio al que hayan sido realizadas compra-ventas similares dentro del rubro en el que se mueve la empresa.

Sin duda el fundamento de estos métodos debe buscarse en la necesidad de aproximarse a la realidad económica. Sin embargo, la lógica de su practicidad no se condice con las diferencias existentes entre una empresa y otra. El mismo sentido que lleva a este método a acercarse a la realidad económica deja de lado la baja probabilidad de encontrar dos empresas iguales, aún cuando se encuentren dentro del mismo segmento de negocio, su posicionamiento en el mercado será diferente como así también la estrategia con la que pretenderán ganar terreno en su mercado, aspectos como desarrollo de productos, política de costos, diferenciación, etc., hechos fundamentales a la hora de proyectar la empresa a futuro.

Uno de los instrumentos que ha tenido mayor arraigo en las publicaciones financieras recogidas por los principales diarios del mundo, relacionado con el tema de los multiplicadores, es el PER (price earning ratio). Este indicador también se basa en las cuentas de resultados, dado que el denominador de este indicador es precisamente el beneficio por acción.

Este método, al igual que los anteriores, está fundamentado sobre bases contables, en el caso del PER el beneficio por acción es una medida contable que va a estar sujeta a la utilización que se le dé en cada caso a las técnicas de registración. Los métodos contables de amortización y cálculo de previsión para incobrables, para citar dos ejemplos, estarán ejerciendo su influencia sobre el resultado.

Más que una herramienta para el cálculo del valor de las acciones, este indicador es un elemento que permite a los directores financieros establecer algún parámetro de cómo el mercado está observando a su empresa, un elevado ratio precio / beneficio, implicaría que los inversores están evaluando que la empresa tiene buenas oportunidades de crecimiento.

Hasta aquí, las corrientes de pensamiento trataron de abordar los siguientes aspectos, valor de mercado y rendimiento, sin lograr cubrir técnicamente los aspectos de la realidad económica - financiera de las operaciones de valorización.

A estas corrientes de pensamiento se le suma otra, que busca incorporar en el análisis el valor de los elementos inmateriales de la firma, es decir, trata de incorporar los intangibles que no están registrados en el balance, pero que hacen a las ventajas competitivas respecto de otras empresas, pueden estar constituidos por marcas, cartera de clientes, etc.

Estos métodos, en la jerga financiera se los ha denominado métodos basados en el fondo de comercio. Se caracterizan por sumarle al PN ajustado a valores corrientes un suma que representará una prima por la capacidad de generar beneficios futuros.

A partir de la formulación del método clásico, que propone sumarle al patrimonio neto ajustado, un porcentaje de las ventas o "n" cantidad de veces el beneficio, surgen una cantidad de modificaciones que intentan subsanar distintos aspectos de índole financiero que no han sido tomado en cuenta por éste. De su versión original fueron surgiendo distintas variantes en cuanto al cálculo de la prima por ingresos futuros, en algunos casos se calculó como la diferencia entre el beneficio y una inversión alternativa del patrimonio neto ajustado, las variantes están dadas por la tasa que aplican para descontar ese margen adicional, entre otros se utilizaran los conceptos de tasa sin riesgo, renta perpetua, tasa de retorno ajustada por riesgo, etc.

De la forma en que están constituidas las distintas acepciones de este método se puede observar la necesidad de cubrir los hechos posteriores. El objetivo es determinar la capacidad de ingresos futuros que puede generar la firma. Lo novedoso de estas propuestas es su intención de incorporar los principales conceptos de las escuelas de pensamiento estratégico, introduciendo en el análisis la idea de los intangibles como motores del desarrollo de las empresas. Introduce en el cálculo de manera incipiente el factor tiempo, el riesgo y el costo de oportunidad de inversiones alternativas. Al utilizar en los cálculos de la prima referente a la capacidad de generar futuros ingresos, incorpora conceptos como tasa libre de riesgo, inversión alternativa, capitalización de beneficios y renta perpetua.

No obstante la intención de cubrir los factores tiempo, riesgo y coste de oportunidad, incluye en su formulación conceptos totalmente subjetivos como es la utilización de “n” cantidad de veces el beneficio y determinados porcentajes de facturación. Considera a la facturación y a los beneficios como constantes en el tiempo, aún cuando las variables que intervienen se pueden ver modificadas por distintos escenarios. Adicionalmente, la primera parte de la formulación continúa siendo expresada en términos del balance y el manejo que hace del factor riesgo es totalmente subjetivo.

Antes de entrar en la técnica de flujos de fondos, que por cronología sería la técnica que le seguiría a las expuestas precedentemente, quisiera dedicarle unos párrafos al modelo creado por Stern Stewart & Cía, el denominado Economic Value Added.

La pretensión de este modelo es determinar el valor agregado que le otorga el mercado a las acciones de la firma, sustituyendo las medidas contables de performance. Este método considera creación de valor a la ganancia por encima del costo de capital, entendido como costo de financiamiento tanto el de terceros como el de fondos propios.

Esta medida de performance se analiza conjuntamente con la denominada “valor agregado del mercado” (Market Value Added), que interpreta que la diferencia entre el valor de mercado y el capital es la prima que paga el negocio por los ingresos futuros proyectados. Las empresas que sean capaces de generar fondos por encima de su costo de Capital generaran una prima de mercado positiva.

El valor de la empresa va a estar dado por el Capital al Inicio más una prima de mercado dado por el diferencial entre la tasa de retorno y el costo de financiación de la firma.

Como medida de performance puede tener su utilidad. No obstante, desde el punto de vista financiero, se observa que su punto de partida, a igual que los métodos anteriores, son los datos del balance, para aproximarse a los valores de mercado, recurre a ajustes patrimoniales, de manera de arribar a un valor de Capital más realista.

La ponderación por el Capital al Inicio por el súper beneficio ($r - k$) no responde al concepto financiero de Inversión. En la técnica de flujos de fondos se verá que la proyección se hace en función de los flujos generados por los activos y pasivos de la firma, no necesariamente la inversión iguala el capital al inicio.

La única técnica que ha logrado tener el consenso tanto del mundo académico como del profesional, ha sido la técnica financiera, dado que la Teoría Financiera a través de sus postulados para la valorización de activos financieros ha dado las bases para la valorización de empresas.

Cabe mencionar, en este sentido, los aportes de la Teoría Financiera en materia de Inversiones y Financiación, y en el desarrollo de métodos cuantitativos en la aplicación de casos.

En el estudio de Decisiones de Inversión se parte del análisis de la conducta de los inversores, tanto en un mercado perfecto como en uno imperfecto, bajo las hipótesis económicas desarrolladas por la Teoría de la Utilidad. Uno de los aportes fundamentales está en establecer las preferencias subjetivas intertemporales del inversor.

La evaluación de alternativas de Inversión propone una metodología de cálculo basada en los flujos de fondos descontados, aportando importantes conclusiones al análisis respecto de la tasa de rendimiento y al valor actual de los flujos de fondos futuros y demostrando adicionalmente la importancia de la comparación con la inversión inicial y con el rendimiento esperado.

Por su parte, la Estadística ha aportado a la teoría financiera los conceptos fundamentales para el manejo de la incertidumbre, y la cuantificación de su medida, el riesgo.

No puede dejarse de mencionar el aporte de la Teoría de Portfolio, sobre la relación retorno / riesgo, al manejo del riesgo sistemático y no sistemático, y a la determinación del modelo de carteras eficientes, al aporte del modelo de fijación de precios de activos de capital (CAPM) que establece la tasa de descuento utilizada en un mercado eficiente y la relación con el riesgo de cada firma en particular.

Como señalara anteriormente, la búsqueda por el valor de las empresas, encerraba históricamente preguntas acerca del rendimiento de la inversión, la capacidad generadora de fondos de la compañía, la posibilidad cierta de encontrarse con esos fondos al final del período, factores claves de éxito, etc. En el cuadro siguiente se puede observar los aportes de la Teoría Financiera ha tenido en este sentido

Factores sobre los que se buscó desarrollar respuestas respecto a la valorización:

Factor	Necesidad Vinculada	Aporte de la Teoría Financiera
Valor Tiempo del Dinero	Necesidad de contar con un elemento homogéneo de comparación	Flujo de Fondos Descontados / Valor Actual Neto
Valor de Mercado	Necesidad de utilizar valores reales	Utiliza valores corrientes, valores de reposición
Registración Momento Económico	Necesidad de incorporar el aspecto financiero	Criterio de lo Percibido
Rendimiento	Necesidad de cuantificar los resultados de las operaciones	Tasa Interna de Retorno / Valor actual neto vs Inversión Inicial
Oportunidad de crecimiento	Necesidad de contar con un análisis dinámico, en contraposición al estático propuesto por la técnica contable	Permite que se evalúen las alternativas de crecimiento tanto en los FFD como en el Valor Residual
Incertidumbre	Necesidad de cuantificar este factor	Incorpora el riesgo en el FFD a través de la tasa de descuento / posibilidad de cuantificar el coeficiente de riesgo de los FF
Intangibles	Necesidad de considerar todos y cada uno de los activos y pasivos de la empresa	Concepto de empresa en marcha
Proyección	Necesidad de cuantificar el impacto de variantes en los factores	Escenarios Alternativos / Análisis de Sensibilidad / Probabilidad Subjetiva

Prácticamente la técnica financiera ha elaborado una respuesta alternativa a cada una de las preguntas que en materia de valorización se habían realizado los sostenedores de las teorías enumeradas anteriormente.

La correlación existente entre operación, datos económicos y financieros proveerán al management las bases para entender el Flujo de Fondos Proyectados.

Los aspectos más complejos de la Técnica de Flujo de Fondos Descontados están dados por el cálculo del Valor Residual, la Tasa de Descuento y el comportamiento aleatorio de los Flujos de Fondos.

La elección del horizonte temporal sobre el cual se calculará el flujo de fondos deberá estar relacionada con la estrategia corporativa diseñada por la empresa que está evaluando la operación de M&A. Si la estrategia es de corto plazo, asociada con la desvinculación posterior de la firma, podrá calcularse el Valor Residual tomando para el último año del horizonte temporal el valor de liquidación de la empresa, por el contrario si la estrategia es de mediano-largo plazo, la teoría financiera aporta a través de las series geométricas, la formulación que permita establecer el Valor Residual en un contexto de crecimiento, en este sentido la hipótesis de trabajo recaerá en proyectar el rendimiento del último año como constante a través del tiempo.

El otro elemento enumerado precedentemente, es la tasa de descuento. Existe un consenso generalizado que los flujos de fondos deberán ser descontados al costo de capital. El punto de discusión en la ámbito financiero es de qué manera calcularlo. Su enunciado básico está dado por el ponderado de la tasa obtenida por financiamiento de terceros y el costo del capital propio, en función de su participación sobre el financiamiento total. Esta forma de cálculo inicial ha sido reemplazada por el concepto de costo de capital propio como expresión del costo de oportunidad de una inversión alternativa en proyectos de riesgo similar, es decir, no se toma el financiamiento histórico, sino que se nutre de valores aportados por el mercado. El modelo de fijación de precios de activos de capital ha aportado una metodología de cálculo que conjuga la tasa libre de riesgo, el riesgo de mercado y el riesgo de la firma bajo análisis. La diferencia entre la tasa de mercado y la tasa libre de riesgo, se multiplicará por el coeficiente de volatilidad de la firma respecto del mercado y se le sumará a la tasa libre de riesgo para formar la tasa de descuento a aplicar en el modelo de FFD. El problema de aplicación de este método en nuestro medio es la falta de información financiera que proyecte las "Betas" de cada sector o segmento de negocio, sumado a que el modelo fue diseñado bajo la hipótesis de mercados de capitales eficientes y equilibrados.

La dificultad de cálculo mencionada precedentemente ha generalizado en la práctica la utilización de las tasas de financiación de terceros sobre las cuales la empresa tenga acceso y a la consideración del costo de capital propio como el costo de oportunidad de inversiones alternativas con riesgo similar.

El comportamiento aleatorio de los flujos de fondos deberá ser tomado en cuenta en el análisis de la proyección de manera de conocer los distintos valores que pueden alcanzar las variables principales que definen la operación. Estas estarán determinadas por el análisis estratégico que se ha realizado anteriormente, y otorgarán al management el conocimiento del comportamiento de cada factor clave de éxito.

El análisis estadístico proporciona un elemento adicional a tener en cuenta. La posibilidad de trabajar con escenarios alternativos permite a través de la aplicación de modelos de simulación establecer la función de

densidad de probabilidad respecto al valor esperado. De esta manera permite a quien está valorizando la operación contar con un intervalo de confianza, que determinará el rango más probable de valores dentro del cual se encontrará el Valor Actual Neto (valor esperado).

La metodología propuesta por la técnica financiera puede ser usada tanto por la parte compradora como por la vendedora, la diferencia va a estar dada por el conocimiento por parte de la compradora de hechos que puedan incidir sobre la confección de los flujos de fondos. En general estos elementos van a estar dados por las sinergias que pueda aportar a la empresa vendedora.

Cuando el análisis se realiza desde el punto de vista del comprador, se recomienda analizar los FFD con el siguiente grado de apertura:

- proyección de la situación actual
- proyectos de inversión adicionales
- evaluación de las sinergias aportadas

De esta manera se podrá descontar cada flujo a una tasa diferente en función de la aversión al riesgo por parte de la compradora, y se podrá conocer cuales son los principales generadores de valor de la operación que serán tenidos en cuenta a la hora de establecer el precio.

Es esencial que se identifiquen los beneficios generados por las sinergias de explotación, las financieras y las fiscales, en función de la combinación de las empresas.

El valor actual neto resultante será el valor del flujo de fondos que se incorporará a la empresa compradora. Adicionalmente aportará a la empresa compradora los datos sobre el precio de compra máximo aceptable.

En este momento se deberá evaluar si la operación de M&A responde al postulado financiero de maximizar el valor del accionista, determinando si la adquisición incorpora o destruye valor de la compradora, por cuanto deberá cuantificarse el valor agregado generado por la operación.

El valor generado por la adquisición estará dado por la diferencia entre el valor de la empresa combinada resultante, y la suma de los valores individuales de la firma compradora y vendedora. La operación de M&A habrá creado valor cuando el valor de ambas empresas combinadas sea mayor a la suma de las partes.

No obstante, el valor que realmente se incorporará a la firma compradora va a estar dado por la diferencia entre el valor creado por la adquisición y el precio pagado al vendedor, dado que la parte vendedora exigirá una prima por encima del valor de la firma explotada aisladamente, si la firma accede a comprar por encima dejaría parte del valor agregado de la adquisición en manos de la parte vendedora.

Adicionalmente servirá de base para el análisis del rendimiento de quienes compren acciones al momento de la adquisición. El comprador paga inicialmente la prima y compra con ella una opción sobre futuras sinergias inciertas. Si en el anuncio de la adquisición el precio del comprador decrece, entonces es indicio de que los inversores creen que el valor actual esperado de la sinergia es inferior a la prima pagada.

El impacto sobre el valor de los accionistas deberá evaluarse mediante la proyección de los precios del mercado, para que se genere valor, los rendimientos esperados deben estar por encima del costo de capital. El rendimiento del accionista estará dado en función de los dividendos futuros y las ganancias de capital.

Si conocemos las expectativas de rendimiento de los accionistas se podrá determinar el rendimiento necesario a exigirle a la empresa para no bajar este rendimiento.

$$\text{Incremento de la firma} = ((1 + \text{tasa requerida por los accionistas}) \times \text{Precio Estimado} / \text{Precio Mercado}) - 1$$

Utilizando los datos de la empresa Valuada por FFD:

Escenario	Precio de Mercado	Rend. \$ Empresa	Rend % Empresa	Rend \$ Accionista	Rend % Accionista	Impacto
Pesimista	100	137	37	37	37	Favorece
Normal	119	137	37	18	15	Iguala
Optimista	130	137	37	7	5	Destruye

Rendimiento esperado accionista = 15%

Valor para el accionista empresa que compra: mm\$ 100

Flujo de Fondos aportados por la adquisición: mm\$ 37

Sí el mercado es optimista respecto a la operación de M&A el rendimiento del accionista será menor que la tasa requerida, necesitará que la firma gane una tasa mucho mayor que la esperada, sí el mercado es pesimista en cuanto a la expectativa de la operación, entonces no anticipará la estrategia, por cuanto el rendimiento del accionista será mayor.

Considerando el valor actual de los flujos de fondos aportados por la adquisición, el valor actual para el accionista de la empresa compradora y la tasa de rendimiento esperada por los inversores, se podrá trabajar con distintas estimaciones del precio de mercado para evaluar su impacto en el rendimiento de los accionistas.

De acuerdo con lo manifestado precedentemente considero que a la fecha el método de valorización que mejor representa la realidad económica de una empresa es la técnica de valorización que se basa en la proyección de los Flujos de Fondos Descontados.

La técnica financiera de Flujo de Fondos Descontados no sólo proporciona el valor actual de los flujos de fondos esperados, sino que a través de su formulación se pueden observar distintos aspectos relacionados con la planificación estratégica de la firma, dado que para poder arribar al FFD se deberá desarrollar un proceso de análisis que abarcará tanto el análisis histórico de la firma, para ver el comportamiento de las distintas variables a lo largo del tiempo, como el análisis estratégico y competitivo, fundamental para proyectar el posicionamiento de la empresa en el mercado, la identificación de oportunidades y necesidades de inversión.

Este proceso le permitirá al inversor detectar cuales son las áreas que generan valor agregado a la operación, valorizar el impacto de las sinergias operativas, impositivas y financieras, determinar el rendimiento sobre la inversión, y contar con un elemento homogéneo de comparación con inversiones alternativas. Con estos elementos el inversor podrá verificar que se satisfaga el principio financiero motor de sus acciones que es la creación de valor para el accionista.

La técnica de valuación a través de los flujos de fondos descontados proporciona al management toda la información de soporte para llevar a cabo un proceso decisorio exitoso.

CARRERA DE ESPECIALIZACIÓN EN ADMINISTRACIÓN FINANCIERA

TESIS:

FUSIONES Y ADQUISICIONES DE EMPRESAS

El objetivo del presente trabajo es cubrir dos aspectos fundamentales en todos los procesos de fusiones y adquisiciones, como son el proceso decisorio y la valuación de la operación.

La idea principal es establecer un marco teórico en el cual se debería desarrollar toda adquisición para que su resultado sea exitoso, y profundizar sobre los distintos métodos de Valuación de Empresas.

Se ha buscado demostrar cuales son las principales ventajas que se pueden extraer de las escuelas de pensamiento estratégico para aplicarlas en las operaciones de M&A, estableciendo un nexo necesario entre la estrategia corporativa desarrollada en el seno del órgano máximo de la compañía y el proceso decisorio de fusiones y adquisiciones.

El segundo tema desarrollado tiene por objeto demostrar cuál es la técnica más apropiada para valorizar las operaciones de M&A. El principio rector para poder establecer la selección del método adecuado, ha sido el postulado financiero de creación de valor para el accionista, entendiendo que este principio es el que va a orientar las decisiones financieras de los inversores.

ANEXOS

ANEXO 1 PAUTAS DE TRABAJO
Smk XY Descuento S.A.

Mercado de Alimentos	18 mil millones de \$					
Supermercados	50% sobre mercado de Alimentos					
Evolución mercado	1% anual					
Participación smk	3% anual					
Participación	0.40%					
Cantidad de Bocas	200					
Plan de Aperturas		2000	2001	2002	2003	2004
		110	40	30	20	10
						10

Datos adicionales

Inversiones	10% Rendimiento plazo fijo					
	Se recupera al final del 1er año					
Créditos por Ventas	14 días de venta promedio					
Otros Créditos	3,570 Saldo a favor IVA m\$ 3.297					
	Se determina y se paga en el mismo año					
Bs de Cambio	45 Adecuar al presupuesto 45 días de ventas (45 sobre costo)					
Bienes de Uso		Concepto	Monto	Alicuota		
		Edificio	11,471	2%		
		Instalaciones y mejora s/inmueb.de 3ro	-	10% en función a los años de alquiler		
		Muebles y Útiles	926	20%		
			12,397			
	15 m\$ instalaciones y mejoras en inmuebles de 3ros por boca					
Deudas Comerciales	70 Adecuar al presupuesto de compras					
Sueldos y Cs Sociales	30 Ultimo mes: 70% Gs Comerc. y Adm.					
Ds Financieras CP	Cuenta Corriente					
	Int. y Gastos Bancarios	35% anual				
Ds Financieras LP	Préstamo Hipotecario	21% anual				
	4,000 m\$ cuota anual					
	Restan 11 años					
	Sistema Francés					
Otras Deudas	1,498 Moratoria Gs Municipales					
	3 cuotas anuales					
	10% Interes sobre saldos					
	600 Cuota anual					
Ventas	Crecimiento producto de las aperturas de boca y maduración del volumen alcanzado por boca					
		2000	2001	2002	2003	2004
		100%	75%	50%	20%	10%
Costo de Ventas	75% los dos primeros años					
	70% para los otros tres productos del mejor poder de compra por cantidad de sucursales					
Gs de Administración	5% para los dos primeros años calculado sobre Ventas					
	4% para el resto: producto de la mejor absorción de los fijos.					
Gs de Comercialización	18% para los dos primeros años calculado sobre Ventas					
	15% para el resto: producto de la mejor absorción de los fijos.					
	Se pagan durante el mes, excepto sueldos y cs sociales.					
Bonificación Especial	150 m\$ por apertura de boca					
Impuestos a las Ganancias	13,186 Quebrantos Impositivos					
	Resultados no Asignados					
	35% Impuesto					
	Se efectiviza en el ejercicio posterior					
Tasa de Crecimiento	2% Esperada para después del año 5					
Tasa Accionistas	20% Tasa requerida por los Accionistas					
Costo de Capital	18% Costo de Tomar Deuda Pdio Mercado					
Tasa Proyecto Incorp.	25% Tasa requerida para el proyecto de apertura de sucursales					
Financiación Compradora	15%					
Supuestos utilizados: respeta flujo de amortización de capital en deuda a CP y Ptmto Hipotecario						
Sinergia Compradora	0.50% 1/2 punto porcentuales menos en el Costo Mercadería Vendida					

Situación Patrimonial

Cifras en miles

Activo	1999
Caja y Bancos	1,112.3
Inversiones	602.7
Créditos por Venta	1,181.4
Otros Créditos	3,570.8
Bs de Cambio	4,829.4
Activo Corriente	11,296.6
Bs de Uso	12,396.5
Activo no Corriente	12,396.5
Total Activo	23,693.1

Pasivo	1999
Deudas Comerciales	4,314.1
Sueldos y Cs Sociales	750.0
Ds. Financieras	1,000.0
Otras Deudas	1,498.2
Pasivo Corriente	7,562.3
Ds. Financieras	11,741.0
Pasivo no Corriente	11,741.0
Total Pasivo	19,303.3
Patrimonio Neto	4,389.8
Total Pasivo + PN	23,693.1

Estado de Resultados	
Ventas	40,786.6
Costo de Ventas	-35,454.0
Resultado Bruto	5,332.6
Gs de Administración	-3,690.9
Gs de Comercialización	-9,081.8
Amortizaciones	-408.9
Bonificaciones Especiales	2,039.3
Resultado Operativo	-5,809.6
Resultados Financieros	-110.9
Resultado Ext. Vta bs Inm	-1,100.0
Resultados del Ejercicio	-7,020.5

ANEXO 3
Estado de Resultados Incremental
Incorporación de Sucursales

	2000	2,001	2002	2,003	2004
Ventas Sucursales incorporadas	13,596	37,010	66,454	85,652	100,296
Costo	(10,197)	(27,758)	(46,518)	(59,956)	(70,207)
Margen Bruto	3,399	9,253	19,936	25,696	30,089
Gs Administración	(680)	(1,851)	(2,658)	(3,426)	(4,012)
Gs Comercialización	(2,447)	(6,662)	(9,968)	(12,848)	(15,044)
Amortizaciones		60	99	119	122
Bonificación Especial	6,000	4,500	3,000	1,500	1,500
Resultado Operativo	6,272	5,300	10,409	11,041	12,655
Resultados Financieros					
Resultado antes de Impuestos	6,272	5,300	10,409	11,041	12,655
Impuestos a las Ganancias	(2,195)	(1,855)	(3,643)	(3,864)	(4,429)
Resultado Suc Incorporadas	4,077	3,445	6,766	7,177	8,226
Flujo de Fondos					
Sucursales Incorporadas					
Cobranzas	15,811	43,680	79,024	102,735	120,669
Pago a Proveedores	(11,181)	(31,894)	(54,675)	(71,574)	(84,183)
Bonificaciones Especiales	7,260	5,445	3,630	1,815	1,815
Gastos Comerc + Adm.	(2,945)	(8,016)	(11,890)	(15,325)	(17,945)
Gs Inst y Mejora s/inmueb 3ros	(726)	(545)	(363)	(182)	(182)
Pago de IVA	(1,383)	(1,796)	(3,466)	(4,302)	(5,133)
Pago de Ganancias	(2,195)	(1,855)	(3,643)	(3,864)	(4,429)
Flujo generado por las suc inc	4,641	5,019	8,617	9,304	10,613

ANEXO 4
ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADOS

Situación Actual

Cifras en miles

Estado de Resultados	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Ventas	40,786.6	67,977.7	105,743.1	147,675.7	171,303.8	182,355.7
Costo de Ventas	(35,454.0)	(50,983.3)	(79,307.3)	(103,373.0)	(119,912.7)	(127,649.0)
Resultado Bruto	5,332.6	16,994.4	26,435.8	44,302.7	51,391.1	54,706.7
Gs de Administración	(3,690.9)	(3,398.9)	(5,287.2)	(5,907.0)	(6,852.2)	(7,294.2)
Gs de Comercialización	(9,081.8)	(12,236.0)	(19,033.8)	(22,151.4)	(25,695.6)	(27,353.4)
Amortizaciones	(408.9)	(414.5)	(492.9)	(536.8)	(548.9)	(531.8)
Bonificaciones Especiales	2,039.3					
Resultado Operativo	(5,809.6)	945.0	1,622.0	15,707.5	18,294.5	19,527.3
Resultados Financieros	(110.9)	(2,881.5)	(2,227.0)	(1,787.3)	(1,261.4)	(690.2)
Resultados Extraordinarios	(1,100.0)					
Resultado Antes de Impuesto	(7,020.5)	(1,936.5)	(605.1)	13,920.2	17,033.2	18,837.1
Impuestos a las Ganancias		-	-	-	(5,328.9)	(6,593.0)
Resultados del Ejercicio	(7,020.5)	(1,936.5)	(605.1)	13,920.2	11,704.3	12,244.1

Flujo de Fondos

Sucursales Actuales

	2000	2001	2002	2003	2004
Cobranzas	80,236	126,172	176,714	206,166	220,130
Pago a Proveedores	(55,513)	(93,112)	(123,184)	(143,926)	(154,064)
Gastos Comerc + Adm.	(16,655)	(26,065)	(30,900)	(36,098)	(38,858)
Pago de IVA	-	(1,965)	(6,904)	(8,307)	(9,103)
Pago de Ganancias	-	-	-	(5,329)	(6,593)
Flujo generado por las suc act	8,068	5,030	15,726	12,505	11,513

Flujo Financiero

Intereses Pagados	(2,945)	(2,227)	(1,787)	(1,261)	(690)
Intereses Cobrados	63	-	-	-	-
Amortización de Capital	(2,005)	(2,373)	(2,813)	(2,739)	(3,310)
Cancelación Descubierta	(1,000)	-	-	-	-
Recupero Capital	603	-	-	-	-
Flujo Financiero	(5,284)	(4,600)	(4,600)	(4,000)	(4,000)

Flujo Generado Situación Actual

	2,784	430	11,126	8,505	7,513
Incremental	4,641	5,019	8,617	9,304	10,613
Total	7,425	5,449	19,743	17,809	18,126
Flujo de Caja Conjunto	10,930	5,994	16,326	17,177	18,126

**ANEXO 5
SINERGIA**

1) Sinergia Financiera

Ds Financieras CP	1,000	0	0	0	0	0
Ptmo Hipotecario		(150)				
Valor Residual	11,741	10,190	8,314	6,048	3,310	0
Intereses		(1,761)	(1,528)	(1,247)	(907)	(496)
Financiación Compradora 15%						
Intereses Pagados		(1,911)	(1,528)	(1,247)	(907)	(496)
Intereses Pagados antes Sinergia		(2,945)	(2,227)	(1,787)	(1,261)	(690)
Ahorro en Intereses		1,034	699	540	354	194
		(362)	(245)	(189)	(124)	(68)

2) Sinergia Margen Bruto

Ventas Conjuntas	81,573	142,753	214,130	256,956	282,651
Incremento Margen Bruto 0.50%	408	714	1,071	1,285	1,413

Impuesto a las Ganancias

Actual: Rtdo antes de Impuestos	(1,936)	(605)	13,920	17,033	18,837
Incr: Rtdo antes de Impuestos	6,272	5,300	10,409	11,041	12,655
Sinergia Margen Bruto	408	714	1,071	1,285	1,413
Sinergia Financiera	1,034	699	540	354	194
Total Resultados	5,777	6,107	25,940	29,713	33,099
Quebranto Impositivos (13,186)	(7,409)	(1,302)	24,638	29,713	33,099
	(7,409)	(1,302)			
Computable	-	-	24,638	29,713	33,099
Tasa impositiva	35%	35%	35%	35%	35%
Neto a Pagar Situación con Sinergias	-	-	(8,623.3)	(10,399.5)	(11,584.6)

Neto a Pagar situación Anterior (2,195.2) (1,855.1) (3,643.1) (9,193.2) (11,022.1)

Variación vs situación Anterior 2,195.2 1,855.1 (4,980.2) (1,206.3) (562.5)

Flujo Sinergias

Ahorro en Intereses	1,034	699	540	354	194
Incremento Margen Bruto	408	714	1,071	1,285	1,413
Ahorro de impuestos	2,195.2	1,855.1	(4,980.2)	(1,206.3)	(562.5)
Flujo de Sinergias	3,638.8	3,267.4	(3,369.4)	432.6	1,044.6

ANEXO 6
FLUJOS DE FONDOS PROYECTADOS

Concepto	2000	2001	2002	2003	2004
Sucursales Actuales	80,236	126,172	176,714	206,166	220,130
Egresos por Compras Actuales	(55,513)	(93,112)	(123,184)	(143,926)	(154,064)
Gastos Comerc + Adm.	(16,655)	(26,065)	(30,900)	(36,098)	(38,858)
Ingreso Neto Sucursales Actuales	8,068	6,995	22,630	26,142	27,208
Sucursales Incorporadas	15,811	43,680	79,024	102,735	120,669
Egresos por Compras Nuevas	(11,181)	(31,894)	(54,675)	(71,574)	(84,183)
Bonificaciones Especiales	7,260	5,445	3,630	1,815	1,815
Gastos Comerc + Adm.	(2,945)	(8,016)	(11,890)	(15,325)	(17,945)
Gs Inst y Mejora s/inmueb 3ros	(726)	(545)	(363)	(182)	(182)
Ingreso Neto Sucursales Incorporada	8,219	8,671	15,726	17,470	20,175
Ingresos Netos Total	16,287	15,666	38,356	43,612	47,383
Flujo Impositivo					
Pago Impuestos Ganancias	-	-	(7,061)	(9,826)	(11,022)
Pago IVA	(72)	(5,072)	(10,370)	(12,609)	(14,235)
Egresos por Impuestos	(72)	(5,072)	(17,431)	(22,435)	(25,257)
Flujo Financiero					
Intereses Pagados	(2,945)	(2,227)	(1,787)	(1,261)	(690)
Intereses Cobrados	63	-	-	-	-
Amortización de Capital	(2,005)	(2,373)	(2,813)	(2,739)	(3,310)
Cancelación Descubierto	(1,000)	-	-	-	-
Recupero Capital	603	-	-	-	-
Flujo Financiero	(5,284)	(4,600)	(4,600)	(4,000)	(4,000)
Flujo de Caja	10,930	5,994	16,326	17,177	18,126
Caja al Cierre del Ejercicio	1,112	12,043	18,036	51,539	69,665

ANEXO 7
ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADOS

Cifras en miles

Estado de Resultados	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Ventas	40,786.6	81,573.3	142,753.2	214,129.8	256,955.7	282,651.3
Costo de Ventas	(35,454.0)	(61,179.9)	(107,064.9)	(149,890.9)	(179,869.0)	(197,855.9)
Resultado Bruto	5,332.6	20,393.3	35,688.3	64,238.9	77,086.7	84,795.4
Gs de Administración	(3,690.9)	(4,078.7)	(7,137.7)	(8,565.2)	(10,278.2)	(11,306.1)
Gs de Comercialización	(9,081.8)	(14,683.2)	(25,695.6)	(32,119.5)	(38,543.4)	(42,397.7)
Amortizaciones	(408.9)	(414.5)	(432.9)	(437.8)	(429.8)	(409.6)
Bonificaciones Especiales	2,039.3	6,000.0	4,500.0	3,000.0	1,500.0	1,500.0
Resultado Operativo	(5,809.6)	7,216.9	6,922.2	26,116.5	29,335.3	32,182.0
Resultados Financieros	(110.9)	(2,881.5)	(2,227.0)	(1,787.3)	(1,261.4)	(690.2)
Resultados Extraordinarios	(1,100.0)					
Resultado Antes de Impuestos	(7,020.5)	4,335.4	4,695.1	24,329.1	28,074.0	31,491.8
Impuestos a las Ganancias		-	-	(7,060.7)	(9,825.9)	(11,022.1)
Resultados del Ejercicio	(7,020.5)	4,335.4	4,695.1	17,268.5	18,248.1	20,469.7

Situación Patrimonial

Cifras en miles

Activo	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Caja y Bancos	1,112	12,043	18,036	34,362	51,539	69,665
Inversiones	603	-	-	-	-	-
Créditos por Venta	1,181	3,838	6,717	10,076	12,091	13,300
Otros Créditos	3,571	-	-	-	-	-
Bs de Cambio	4,829	7,647	13,383	18,736	22,484	24,732
Activo Corriente	11,297	23,529	38,137	63,174	86,114	107,697
Bs de Uso	12,397	12,582	12,599	12,461	12,181	11,922
Activo no Corriente	12,397	12,582	12,599	12,461	12,181	11,922
Total Activo	23,693	36,111	50,736	75,636	98,295	119,619

Pasivo	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Deudas Comerciales	4,314	15,057	26,539	36,525	43,201	47,080
Sueldos y Cs Sociales	750	1,094	1,915	2,373	2,848	3,133
Ds. Financieras	1,000	-	-	-	-	-
Otras Deudas	1,498	1,045	547	(0)	-	-
Pasivo Corriente	7,562	17,196	29,001	38,899	46,049	50,213
Ds. Financieras	11,741	10,190	8,314	6,048	3,310	0
Pasivo no Corriente	11,741	10,190	8,314	6,048	3,310	0
Total Pasivo	19,303	27,386	37,316	44,947	49,359	50,213
Patrimonio Neto	4,390	8,725	13,420	30,689	48,937	69,407
Total Pasivo + PN	23,693	36,111	50,736	75,636	98,295	119,619
Control		0	0	0	0	0

Costo de Capital Promedio

Proporción Capital de Terceros	81%	76%	74%	59%	50%	42%
Proporción Capital Propio	19%	24%	26%	41%	50%	58%

Costo de 3ros (Costo de Oportunidad) 18% 18% 18% 18% 18%

WACC PONDERADO 19% 18% 19% 19% 19% 19%

ANEXO 8
CALCULOS ADICIONALES

Cifras en miles

	1999	2000	2,001	2002	2,003	2004
Evolución Merc Alim.		1%	1%	1%	1%	1%
Mercado de Alimentos	18,000,000	18,180,000	18,361,800	18,545,418	18,730,872	18,918,181
Supermercados	50%	53%	56%	59%	62%	65%
En miles de \$	9,000,000	9,635,400	10,282,608	10,941,797	11,613,141	12,296,818
Evolución Ventas		100%	75%	50%	20%	10%
Ventas	40,787	81,573	142,753	214,130	256,956	282,651
Participación Estimada	0.5%	0.8%	1.4%	2.0%	2.2%	2.3%
Incremento Mercado		7%	7%	6%	6%	6%
Impacto sobre Ventas		2,880	5,479	9,151	13,138	15,127
Promedio por Sucursal s/Mercado		218	233	248	263	279
Sucursales actuales	200	200	200	200	200	200
Nuevas Sucursales		40	70	90	100	110
Ventas por Incremento Participación según Mercado						
Sucursales actuales		43,666	46,599	49,587	52,629	55,727
Nuevas Sucursales		8,733	16,310	22,314	26,314	30,650
		52,399	62,909	71,900	78,943	86,377
Incremento por Maduración de Sucursales						
Sucursales actuales		24,312	59,144	98,089	118,675	126,628
Nuevas Sucursales		4,862	20,700	44,140	59,337	69,646
		81,573	142,753	214,130	256,956	282,651
Tasa de Maduración Anual		56%	127%	198%	225%	227%
Promedio por Sucursal (s/ Vtas Totales)	204	340	529	738	857	912
Impacto sobre Venta Promedio		67%	56%	40%	16%	6%
Ventas Sucursales Actuales		67,978	105,743	147,676	171,304	182,356
Ventas Incorporación Sucursales		13,596	37,010	66,454	85,652	100,296
Ventas Totales Proyectadas		81,573	142,753	214,130	256,956	282,651

BONIFICACION ESPECIAL						
Apertura de Bocas	150	40	30	20	10	10
Bonificación anual		6,000	4,500	3,000	1,500	1,500
Cantidad de bocas	100	140	170	190	200	210
Vta Pdio x boca	408	583	840	1,127	1,285	1,346

Resultados Financieros						
Ds Financieras CP	1,000					
Intereses	35%	350	-	-	-	-
Ptmo Hipotecario						
Valor Residual	11,741	10,190	8,314	6,048	3,310	0
Amortización Capital		1,551	1,875	2,266	2,739	3,310
Intereses	21%	2,449	2,125	1,734	1,261	690
Cuota anual nominal		4,000	4,000	4,000	4,000	4,000

Otras Deudas						
Valor Residual	1,498	1,045	547	(0)		
Amortización Capital		454	498	547		
Intereses	10%	146	102	53		
Cuota anual		600	600	600		

Inversiones						
Intereses Inversiones	603	63.4				
Int diario / impacto año	0.03%					

Préstamo Bancario

Intereses	2,881.5	2,227.0	1,787.3	1,261.4	690.2
Intereses Pagados	(2,945)	(2,227)	(1,787)	(1,261)	(690)
Intereses Cobrados	63.4	-	-	-	-
Amortización de Capital	(2,005)	(2,373)	(2,813)	(2,739)	(3,310)
Cancelación Descubierto	(1,000)	-	-	-	-
Recupero Capital	603	-	-	-	-
Flujo Financiero	(5,284)	(4,600)	(4,600)	(4,000)	(4,000)

Impuestos a las Ganancias

ANEXO 8
CALCULOS ADICIONALES

Resultado antes de Impuestos		4,335.4	4,695.1	24,329.1	28,074.0	31,491.8
Quebranto Impositivos	(13,186.4)	(8,851)	(4,156)	20,173	28,074	31,492
Computable		(8,851)	(4,156)			
Neto		-	-	20,173	28,074	31,492
Tasa impositiva		35%	35%	35%	35%	35%
Impuesto		-	-	(7,060.7)	(9,825.9)	(11,022.1)
Créditos a favor Gcias		-	-	-	-	-
Neto a Pagar		-	-	(7,060.7)	(9,825.9)	(11,022.1)

Situación Actual						
Resultado antes de Impuestos		(1,936)	(605)	13,920	17,033	18,837
Quebranto Impositivos	(13,186)	(15,123)	(15,728)	(1,808)	15,225	18,837
Computable		(15,123)	(15,728)	(1,808)		
Neto		-	-	-	15,225	18,837
Tasa impositiva		35%	35%	35%	35%	35%
Impuesto		-	-	-	(5,328.9)	(6,593.0)
Neto a Pagar Situación Actual		-	-	-	(5,328.9)	(6,593.0)

Incorporación Sucursales						
Resultado antes de impuestos		6,272	5,300	10,409	11,041	12,655
Quebranto Impositivos	-	6,272	5,300	10,409	11,041	12,655
Computable						
Neto		6,272	5,300	10,409	11,041	12,655
Tasa impositiva		35%	35%	35%	35%	35%
Impuesto		(2,195.2)	(1,855.1)	(3,643.1)	(3,864.3)	(4,429.1)
Neto a Pagar Situación Actual		(2,195.2)	(1,855.1)	(3,643.1)	(3,864.3)	(4,429.1)

Amortización						
Inmuebles		229.4	224.8	220.3	215.9	211.6
Instalaciones y mejora s/inmueb.de 3ros		-	60.0	99.0	119.1	122.2
Muebles y Utiles		185.1	148.1	118.5	94.8	75.8
Amortización Anual		415	433	438	430	410
Inmuebles	2%					
Instalaciones y mejora s/inmueb.de 3ros	10%					
Muebles y Utiles	20%					
Valor Residual						
Inmuebles	11,471	11,242	11,017	10,796	10,580	10,369
Instalaciones y mejora s/inmueb.de 3ros	0	600	990	1,191	1,222	1,250
Muebles y Utiles	926	740	592	474	379	303
	12,397	12,582	12,599	12,461	12,181	11,922

Incorporación Sucursales						
Mejor s/inmuebles de 3ros		600	450	300	150	150
IVA		126	95	63	32	32
Inst y Mejoras abonadas ej.		726	545	363	182	182

Créditos por Ventas						
Ventas		81,573	142,753	214,130	256,956	282,651
IVA	21%	17,130	29,978	44,967	53,961	59,357
		98,704	172,731	259,097	310,916	342,008
Créditos por Venta por tipo de Sucursal						
Sucursales Actuales	1,181	3,199	4,976	6,949	8,061	8,581
Sucursales Incorporadas		640	1,742	3,127	4,030	4,719
Al cierre		3,838	6,717	10,076	12,091	13,300
Ventas con IVA Suc Actuales		82,253	127,949	178,688	207,278	220,650
Ventas con IVA Suc Incorporadas		16,451	44,782	80,409	103,639	121,358

Cobradas Sucursales Actuales		80,236	126,172	176,714	206,166	220,130
Cobradas Sucursales Nuevas		15,811	43,680	79,024	102,735	120,669
Cobrados en el Ejercicio		96,047	169,853	255,738	308,901	340,799

Bienes de Cambio						
Existencia al Inicio		4,829	7,647	13,383	18,736	22,484
+ Compras		63,998	112,801	155,244	183,616	200,104
- EF		7,647	13,383	18,736	22,484	24,732
= Costo Merc Vda		61,180	107,065	149,891	179,869	197,856

ANEXO 8
CALCULOS ADICIONALES

Proveedores						
Compras con IVA		77,438	136,489	187,845	222,176	242,126
Existencia Final	4,314	15,057	26,539	36,525	43,201	47,080
Existencia Inicial Bs Cambio Suc Incorporada		0	1,275	3,470	5,815	7,495
Compras suc incorporadas		11,471	29,953	48,863	61,636	71,488
Existencia Final Suc Incorporadas		1,275	3,470	5,815	7,495	8,776
Costo Merc Vda suc incorporadas		10,197	27,758	46,518	59,956	70,207
Proveedores Suc Incorporadas al cierre	0	2,699	7,047	11,496	14,502	16,820
Compras con IVA		13,880	36,243	59,124	74,580	86,501
Compras Pagadas por Suc actuales		55,513	93,112	123,184	143,926	154,064
Compras Pagadas por Suc incorporadas		11,181	31,894	54,675	71,574	84,183
Pagadas en el Ejercicio		66,694	125,006	177,859	215,500	238,247
Otros Créditos						
Saldo a Favor del IVA	3,570					
Otros créditos imp.						
	3,570					
IVA Ventas		17,130	29,978	44,967	53,961	59,357
IVA Bonificación Especial		1,260	945	630	315	315
IVA Compras		(13,440)	(23,688)	(32,601)	(38,559)	(42,022)
IVA Instalaciones y mejoras s/inmueb 3ros		(126)	(95)	(63)	(32)	(32)
IVA Gs Adm y Com. (30%)		(1,182)	(2,068)	(2,563)	(3,076)	(3,383)
Neto a Pagar		3,643	5,072	10,370	12,609	14,235
Saldo disponible de Crédito		(3,570)	-	-	-	-
		72	5,072	10,370	12,609	14,235
Posición IVA		-	-	-	-	-
Ingreso de Impuesto IVA		72	5,072	10,370	12,609	14,235
Otros créditos impositivos	0	-	-	-	-	-
Otros créditos al cierre						
Posición IVA suc incorporadas						
IVA Venta		2,855	7,772	13,955	17,987	21,062
IVA Bonificación Especial		1,260	945	630	315	315
IVA Compras		(2,409)	(6,290)	(10,261)	(12,944)	(15,013)
IVA Instalaciones y mejoras s/inmueb 3ros		(126)	(95)	(63)	(32)	(32)
IVA Gs Adm y Com. (30%)		(197)	(536)	(795)	(1,025)	(1,201)
Neto a Pagar		1,383	1,796	3,466	4,302	5,133
Posición IVA situación actual						
Saldo a Favor del IVA	3,570					
Otros créditos imp.	0					
	3,570					
IVA Ventas		14,275	22,206	31,012	35,974	38,295
IVA Compras		(11,031)	(17,398)	(22,340)	(25,616)	(27,009)
IVA Gs Adm y Com. (30%)		(985)	(1,532)	(1,768)	(2,051)	(2,183)
Neto a Pagar		2,260	3,276	6,904	8,307	9,103
Saldo disponible de Crédito		(3,570)	(1,311)	-	-	-
		(1,311)	1,965	6,904	8,307	9,103
Posición IVA		(1,311)	-	-	-	-
Ingreso de Impuesto IVA		1,965	6,904	8,307	9,103	9,103
Sueldos y Cs Sociales						
Ultimo mes: 70% Gs Comerc. y Adm.						
Gs Administración		(4,079)	(7,138)	(8,565)	(10,278)	(11,306)
Gs Comercialización		(14,683)	(25,696)	(32,119)	(38,543)	(42,398)
		(18,762)	(32,833)	(40,685)	(48,822)	(53,704)
Sueldos y Cs Sociales	70%	(13,133)	(22,983)	(28,479)	(34,175)	(37,593)
Gastos	30%	(5,629)	(9,850)	(12,205)	(14,646)	(16,111)
IVA Gastos (30%)		(1,182)	(2,068)	(2,563)	(3,076)	(3,383)
Saldo Sueldos y Cs Soc Inicio	(750)	(1,094)	(1,915)	(2,373)	(2,848)	(3,133)
Gastos abonados en el ejercicio		(19,599)	(34,081)	(42,790)	(51,423)	(56,802)

ANEXO 8

CALCULOS ADICIONALES

Gastos Administración Sucursales Incorp.	(680)	(1,851)	(2,658)	(3,426)	(4,012)	
Gastos Comercialización Suc. Incorporadas	(2,447)	(6,662)	(9,968)	(12,848)	(15,044)	
	(3,127)	(8,512)	(12,626)	(16,274)	(19,056)	
Sueldos y Cs. Sociales	70%	(2,189)	(5,959)	(8,838)	(11,392)	(13,339)
Ultimo mes		(182)	(497)	(737)	(949)	(1,112)
Gastos abonados en el ej. suc. incorporadas		(2,945)	(8,016)	(11,890)	(15,325)	(17,945)
Gastos abonados en el ej. suc. anteriores		(16,655)	(26,065)	(30,900)	(36,098)	(38,858)

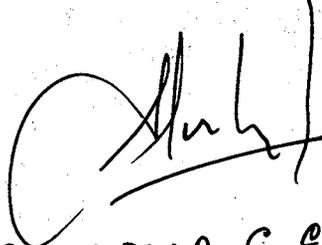
BIBLIOGRAFIA:

1. Alfred Rappaport: Harvard Business Review: Stock or Cash? The trade-off for Buyers and Sellers in Merger and Acquisitions. November-December 1999.
2. Comisión Nacional de Valores: Resolución General Nro. 290 – 1997
3. Congreso Nacional de Profesionales de Ciencias Económicas 1990 - El mercado de capitales en las privatización de empresas del Estado. Bolsa de Comercio de Buenos Aires.
4. El Impuesto a las Ganancias - C. Raimondi / A. Alchabaian - Edic. Depalma
5. El precio justo - Manuel A. Solanet, Presidente de Infupa
6. Financial Architecture, European Financial Management – IAEF Congreso Mayo 2000
7. Fundamentos Financiación Empresarial - Brealey / Myers - Mc Graw Hill
8. Fusión y Escisión de Sociedades, Casos prácticos - L.E. Sánchez Brot - Ediciones Interoceánicas 1995
9. Fusiones y Adquisiciones - Revista Apertura 1999
10. Fusiones y Adquisiciones informe especial - Universo Económico 2000
11. Fusiones y Adquisiciones: pautas para la gestión de los recursos humanos - Inés Loustalet - Alta Gerencia Año VI tomo VII 1995
12. Fusiones y Adquisiciones: recientes tendencias - Mariano Gagliardo - La información T.69
13. J.C. Bonzon Rafart: Información Empresaria - Concentración y Fusión de Empresas en al Nueva Ley de Defensa de la Competencia.
14. La Creación de Valor para el Accionista - Alfred Rappaport - Editorial Deusto 1998
15. La Ola Actual de Fusiones y Adquisiciones - Ricardo Fornero - Ejecutivos de Finanzas
16. La Valuación de las Empresas: Unversita' Comerciale Luigi Bocconi / UADE 1997
17. Las mejores prácticas en la estimación del consto de capital: examen y síntesis. Bruner - Eades – Harris / Cuadernos de Finanzas – SADAF
18. Las Multinacionales Argentinas una nueva ola en los '90 – CEPAL – 1998
19. Más allá del horizonte - Claudio Destéfano
20. Merger & Acquisitions - Back to Basics Techniques for the 90's - Ernst & Young 1994.
21. Merger & Acquisitions - Una conversación con Dardo Gasparré - Revista Contraseñas
22. Nuevo Régimen de Concursos y Quiebras Ley 24.522- E.M.Favier Dubois - Errepar / Edic. Nuevas Técnicas
23. Principios de Finanzas Corporativas – Weston y Copeland
24. Putting Strategy into Shareholders Value Analysis - George S. Day / Liam Fahey - Harvard Business Review Abril 1990
25. Revista Gestión – Estrategia y Planificación – Roberto D. Luggisi – 1996
26. Stern Stewart III – “Quest for Value”
27. VII Congreso Argentino de Derecho Societario y III Congreso Iberoamericano de Derecho Societario y de la Empres - Cámara de Sociedades Anónimas y UADE - “La sociedad comercial en el 3er milenio” Bs.As 1998

Trabajo Final de Eduardo Galletti

Calificación : Bueno (3)

20.000.201



PROFESOR C. CARBAL

Buen Aires (15/3/2002)

163