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

Fusiones y adquisiciones: caso práctico citgroup

Schneider, Enrique

2002

Cita APA: Schneider, E. (2002). Fusiones y adquisiciones : caso práctico citgroup. 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

Tesis Posgrado 001502/0090

FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS
No

Secretaría de Posgrado
Facultad de Ciencias Económicas
017-0116

Universidad de Buenos Aires
Facultad de Ciencias Económicas

Col. 1502/0090

POSGRADO EN ADMINISTRACIÓN FINANCIERA

Profesor: Celestino Carbajal

TESIS
FUSIONES Y ADQUISICIONES

Caso Práctico: Citigroup

Enrique Schneider

CATALOGADO

Top. G.330; G.3352; E.43
S1F
TesisM

2002

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

Prólogo

La tendencia actual no es única, dado que a lo largo del siglo XX existieron procesos de similares características los cuales son importantes de analizar como modas de corrientes cíclicas que actualmente se vuelven a manifestar siendo este un proceso de adaptación de las organizaciones dado un contexto de constante cambio.

Las empresas mundiales han adquirido una identidad que supera la barrera de lo nacional, estas empresas transnacionales son responsables de la mayor parte de las transacciones a nivel mundial.

La intensificación del comercio mundial se identifica con la aceleración de la integración productiva de las empresas transnacionales siendo las fusiones y las adquisiciones de empresas una manera de medir la globalización.

En las empresas transnacionales de la década del '90, la preocupación primordial fue del orden global, y esto surge de los continuos esfuerzos que han realizado para racionalizar sus actividades a escala mundial.

El aumento incesante de la cadena de valor agregado es su única y decisiva fuente de competitividad. En este nuevo orden donde las empresas han adquirido una nueva identidad, la regla para juzgar a cada una de las partes, es su aporte a la red global.

El instrumento fundamental de las empresas mundiales no es el comercio sino la inversión directa.

La explosión de inversiones extranjeras directas, en el caso de Argentina, es el resultado de la internacionalización productiva del sistema capitalista mundial.

Estas inversiones adquieren nuevas formas a través de una multiplicidad de lazos financieros, comerciales, y sobre todo tecnológicos, con el objetivo de establecer el máximo de productividad a nivel mundial.

Ahora, el gran instrumento de inversión de las firmas transnacionales son las fusiones y las adquisiciones.

La última década ha sido sin dudas aquella en donde la economía a nivel mundial ha tenido el desarrollo más importante. Las compañías han considerado como una oportunidad la utilización de mecanismos tales como las fusiones y las adquisiciones para tomar ventaja en un mercado creciente.

A través de las fusiones y adquisiciones, las compañías pueden rápidamente expandir sus capacidades o posicionar nuevos productos

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

Las empresas compran activos de otras firmas, como marcas reconocidas de otras firmas, sistemas de distribución, proveedores y competencia técnica. El precio de estos activos no es lo relevante, debido a la excepcional liquidez de los compradores y porque los valorizan inmediatamente, mucho más allá del precio que pagan, al ser incorporados a redes globales.

Todos los países del mundo luchan por atraer inversiones extranjeras directas, y el grado de globalización de las empresas participantes permiten determinar el nivel en que se ha transnacionalizado la economía del país.

El objetivo buscado en el desarrollo de la presente Tesis es el de analizar el fenómeno de las fusiones, el valor resultante de la conformación de la nueva organización donde cada una de las partes aportan sus mejores activos potenciando el resultado desde un punto de vista financiero principalmente, como así también desde los aspectos económicos, legales, impositivos y regulatorios.

Índice

Contenido	Página
Introducción	5
Historia	8
Primera Ola 1897-1904	8
Segunda Ola 1916-1929	9
Tercera Ola 1965-1969	10
Cuarta Ola 1981-1989	13
Quinta Ola 1992 hasta la actualidad	14
Factores determinantes - Marco de Referencia	16
Tácticas y Defensas de Fusiones y Adquisiciones	19
Proceso de Reestructuración Corporativa	22
Valuación de la Compañía resultante	28
Compras Apalancadas	33
Fusiones & Adquisiciones en la Argentina	34
Caso: Citigroup (Travelers – Citicorp)	39
Bibliografía	43

Introducción

Una fusión es una combinación de dos compañías que se unen para conformar una sola. Por lo general una de las compañías compra a la otra, la adquirida pierde su existencia independiente mientras que la compañía sobreviviente asume todas los activos y pasivos.

Una fusión se diferencia de una consolidación de compañías, debido a que en este caso, dos o más compañías se unen para conformar una nueva totalmente distinta, las compañías se disuelven y conforman una nueva.

Por lo general cuando los tamaños de las empresas son similares se utiliza el término "consolidación" mientras que cuando se trata de dos compañías que difieren sustancialmente de tamaño, el término fusión es más apropiado. De todas maneras en la práctica se utiliza el término "fusión" de forma indistinta.

Ocasionalmente, una fusión puede que no sea de la forma descrita anteriormente, en la cual una adquiere a la otra de una manera amistosa, por lo contrario, puede que una adquiera a la otra en forma hostil a pesar de los esfuerzos para que esto no suceda. Por lo general a este tipo de adquisición de una compañía se la denomina "*takeover*"[1], si bien la utilización de este término es más vaga que las anteriores, es utilizado para referirse a fusiones o adquisiciones que se han realizado de esta manera.

En el caso de los Estados Unidos, entre los años 1919 y 1930, más de 8.000 empresas desaparecieron a través de los procesos de las fusiones y adquisiciones.

Existen tres tipos básicos de Fusiones y Adquisiciones: *Horizontal, Vertical* y *Conglomerados.*

En el primero de los casos, se trata de dos compañías que se encuentran dentro del mismo tipo de negocio, competidores que se combinan mutuamente para la formación de una sola compañía nueva, como en el caso sucedido en 1989 cuando Burroughs y Sperry ambas del sector de la computación se disolvieron para conformar UNISYS, o como Northrop y Grumman, ambas del sector de armamento, que se combinaron fusionándose en una nueva compañía de $2.170 millones.

La combinación de ambas firmas aumentando su presencia y poder en el mercado hace que produzca efectos anticompetitivos.

---

[1] Takeover: término en inglés utilizado para denominar a la acción de adquirir, sustituir o hacerse cargo de una compañía

El segundo tipo, el *Vertical*, se produce cuando dos o más compañías estando en diferentes etapas del mismo proceso productivo se unen. Por ejemplo, una empresa productora de nylon se fusiona con una empresa química que produce las materias prima, o como el caso de Merck, compañía farmacéutica de presencia mundial, que en 1993 adquirió a Medco Containment Service, Inc., vendedora minorista, por $6.000 millones y de esta forma Merck logró la integración total del negocio combinando la producción y la distribución de los mismos productos obteniendo como resultado una compañía más poderosa.

Este último tipo no tiene consecuencias antimonopólicas, a diferencia del primer tipo, dado que no se produce una concentración industrial.

El último tipo, *Conglomerados*, ocurre cuando dos o más compañías cuyos productos no están relacionados entre sí. A pesar de que una compre a la otra, las administraciones se mantienen por separado dado que se trata de negocios independientes uno del otro. Un ejemplo fue el producido en 1995 con la adquisición de CBS por Westinhouse, otro ejemplo es el de Philip Morris, la compañía tabacalera que adquirió a General Foods en 1985 por $5.600 millones.

Como ventajas en este proceso encontramos que las fusiones que se realizan horizontalmente pueden crear valor a través de las economías de escala e eficiencias y por la diversificación de las líneas de producción. En el caso de las fusiones verticales, encontramos que puede realizarse un ahorro en los costos y en el caso de los Conglomerados, una disminución del riesgo por la diversificación.

Por el contrario, tanto en el caso de fusiones del tipo Vertical como Horizontal, encontramos que la compañía aumenta su exposición a fluctuaciones tanto positivas como negativas debido a que se trata de un sólo negocio. En el caso de los Conglomerados, debe analizarse correctamente las habilidades y conocimientos de la gerencia para el nuevo negocio.

Existen distintos motivos por los cuales una compañía desee realizar una fusión o una adquisición. Uno de los motivos más comunes es la expansión, adquirir una compañía que se encuentra en línea de negocio o dentro del área geográfica donde se desea realizar una expansión, puede ser una forma más rápida de crecer que la tradicional. La adquisición de una empresa puede permitir ciertas sinergias, beneficios como por ejemplo cuando dos líneas de negocios se complementan mutuamente, y además, la adquisición puede ser parte de la diversificación de un negocio que permite a una compañía moverse a otra línea de negocio.

Por otra parte, el ahorro que se produce como consecuencia de la adquisición o de la fusión, es también una razón importante. Sinergia existe cuando la suma de las partes es más productiva y tiene mayor valor juntas que en forma individual.

Los factores financieros e impositivos también juegan un rol importante. Las fusiones son pagadas de distintas maneras, algunas son pagadas en efectivo, otras por intermedio de acciones cotizables en bolsa o por alguna combinación de ambas. En el caso de utilizar acciones para realizar la transacción, estas pueden ser comunes o preferidas,

Cuando una compañía decide que quiere adquirir o fusionarse con otra, es común que utilice los servicios de profesionales externos. Estos servicios profesionales, por lo general, están integrado por un grupo de expertos en valuación de activos, impuestos, leyes, y también por bancos de inversión.

Los Bancos de Inversión reciben una ganancia por el manejo de los riesgos en el arbitraje de las acciones debido a que depende el momento de la adquisición, la ganancia que se pueda producir como consecuencia del reconocimiento que el mercado realice.

Por otra parte, el complejo contexto legal en la cual este tipo de operación se encuentra inmerso hace que se requiera de especialistas en el tema y estos son a su vez más importantes cuando la adquisición se desarrolla de una manera hostil.

Los contadores por su parte en cuanto al suministro de la información en el proceso de adquisición o fusión.

Por último se encuentran los expertos en valuación que deben considerar los efectos posteriores a la fusión o adquisición para poder determinar el valor final actual. El modelo que permitirá tomar la decisión y que estos expertos deben construir debe contemplar una serie de variables como ser la tasa de crecimiento de los ingresos y los costos que serán eliminados con posterioridad al acuerdo.

Historia

Si tomamos en consideración la economía de los Estados Unidos como representativa de los efectos de alcance mundial en el caso específico de las Fusiones y Adquisiciones, encontramos que existen cinco Olas que pueden ser claramente identificadas por sus características particulares.

Las primeras 4 olas de fusiones ocurrieron entre los años 1897-1904, 1916-1929, 1965-1969 y 1984-1989. Con posterioridad a cada ola, las cantidades de fusiones se han visto disminuidas surgiendo la última a comienzos de los años 90 y continuando hasta nuestros días. Estos períodos han influido muy fuertemente en los cambios de la economía de los Estados Unidos y del Mundo dado que se ha transformado las compañías desde una gran cantidad y diversidad de empresas pequeñas hasta unos cientos de corporaciones multinacionales.

Primera Ola 1897-1904

La primera ola ocurrió justo antes de la primera depresión afectando a la mayoría de los pequeños emprendimientos y focalizándose principalmente en las industrias primarias (metales, alimentos, petróleo, química y transporte).

Esta ola se caracterizó también por tratarse fundamentalmente de fusiones del tipo horizontal, un 80% del total de las fusiones fue de este tipo, es decir, en este período se generaron los primeros grandes monopolios. Un caso fue de la fusión protagonizada por U.S. Steel y Carnegie Steel que se fusionaron con 783 competidores formando el primer consolidado de más de $1.000 millones, que representaba aproximadamente un 75% del total de la industria del acero de esa época.

De esta primera ola surgieron empresas como DuPont Inc., Standard Oil, General Electric, Eastman Kodak, American Tobacco Inc.y Navistar International.

Aproximadamente unas 3.000 compañías desaparecieron, unas 300 compañías tenían el control del 40% del total de la manufactura de capital y unas 100 tenían controlado cerca del 18% de los activos de todas las industrias.

A pesar de la entrada en vigencia de la ley Sherman Antitrust Act de 1890, no pudo restringirse el auge en la generación de los monopolios, debido a una falta de recursos y de capacidad para determinar los alcances de dichos conglomerados.

Como consecuencia de estas fusiones y la reestructuración de las industrias, algunos sectores industriales mostraron una baja importante en la cantidad de compañías, registrándose en algunos casos, la existencia de una sola compañía.

Esta primer ola de fusiones culminó cuando se produjo un colapso bancario, el mercado de capitales sufrió un importante shock generándose un pánico en el sector financiero. Muchos de los bancos nacionales debieron cerrar y ante la ausencia de financiamiento para realizar las fusiones o adquisiciones, estas se detuvieron.

Algunos de los historiadores interpretan que las fusiones y adquisiciones horizontales que se llevaron adelante en este período sirvieron para implementar las primeras economías de escala. La intención era la de lograr eficiencias por medio de bajos costos unitarios, pero en realidad, la mayoría de estas fusiones fracasaron dado que carecían de eficiencias en los procesos.

Lo irónico de esta primera ola de fusiones fue que muchas de las grandes empresas que se formaron luego se escindieron formando empresas locales y posteriormente se constituyeron nuevamente en una. Ejemplo de esta situación es la protagonizada por Standar Oil que se escindió en: Standar Oil of New Jersey que luego se transformó en Exxon; Standar Oil of New York, que luego se transformó en Mobil; Standar Oil of California que se transformó en Chevron y Standar Oil of Indiana que se transformó en Amoco. En la actualidad Exxon y Mobil se están fusionando nuevamente en una sóla.

Segunda Ola 1916-1929

George Stigler, premio Nobel de economía y profesor de la Universidad de Chicago, ha contrastado la primera con la segunda denominando la primera como la "Fusiones por Monopolio" versus "Fusiones por Oligopolio". Durante la segunda ola de fusiones gran cantidad de industrias se consolidaron por lo general en estructuras oligopólicas mientras que pocas en monopolios. El patrón de consolidación desarrollado durante la primera ola se mantuvo en la segunda. Durante el segundo período se consolido la economía de los Estados Unidos de América, en primera instancia, debido al boom producido por la posguerra de la 1° Guerra Mundial, la cual dispuso más inversión de capital ansiosa de encontrar mercados seguros. La disponibilidad de capital permitió brindar condiciones económicamente favorables que luego derivaron en el crack del mercado de 1929.

La segunda ola fue el escenario de la formación de mucha de las actuales corporaciones como IBM, John Deere y Union Carbide Corporation.

Entre los años de 1926 y 1930, un total de 4.600 fusiones se realizaron mientras que durante los años de 1919 y 1930 un total de 12.000 empresas de manufactura pequeñas y bancos, desaparecieron. Según Earl Kintner, durante el período de 1921 a 1933 aprox. 13 billones en activos fueron adquiridos por intermedio de fusiones o adquisiciones que representaba un 17% del total de los activos de la industria manufacturera de esa época.

Durante este período se produce el desarrollo del transporte convirtiendo el mercado local en el mercado nacional. La proliferación de radios en los hogares, como una mejor forma de entretenimiento, permitió el uso de la comunicación masiva como medio de dar a conocer los productos. El marketing tomó ventaja de esta oportunidad comenzando la era de producción masiva.

Si bien casi todas las industrias experimentaron fusiones o adquisiciones, las principales fueron: Metal, Petróleo, Alimenticia, Química y Transporte.

Un elemento importante de considerar, tanto en esta como en las siguientes olas, fue el endeudamiento que realizaron las empresas para llevar adelante este tipo de transacción. Una parte importante de la estructura de sus capitales correspondía a deuda. Una estructura organizacional compuesta por una pequeña cantidad de tenedores de acciones, unos pocos inversores podían tener el control de importantes compañías con una pequeña cantidad invertida. Estas organizaciones populares en aquel entonces se conocieron como "*Pyramid Holding Company*" [2].

La segunda ola culminó con el crack de la bolsa, el 29 de octubre de 1929. Si bien el colapso de la bolsa no fue la causa de la "Gran Depresión", esta tuvo un rol importante. Los negocios se redujeron al mínimo dado que se debían mantener cuando en el mercado se estaba cayendo la demanda de los bienes y servicios por la falta de ingresos del público en general. Por lo tanto las fusiones y adquisiciones detuvieron nuevamente su carrera dado que las compañías más que estar pensando en expandirse estaban pensando en mantenerse.

Los bancos de inversores jugaron un rol muy importante en las primeras dos olas, dada la influencia que ejercían en los líderes del mercado. Los bancos tenían el control vetando todas aquellas fusiones que atentaban contra los intereses económicos o éticos de los mismos. El control lo ejercía fácilmente dada su influencia y su concentración aún mayor que en la actualidad.

El número de fusiones y adquisiciones que tomaron parte en aquella época demostraron que los bancos de inversión generalmente eran los que sustentaban las mismas. De todas maneras, en la tercera ola, la era de la generación de los conglomerados, el ímpetu financiero surgió de otro lado y no de los bancos de inversión.

Tercera Ola 1965-1969

Históricamente esta fue la etapa en la que se produce la mayor cantidad de fusiones en parte como consecuencia del boom de la economía.

---

[2] Pyramid Holding Company: término en inglés utilizado en general para denominar a las compañías que utilizaban en forma extensiva los instrumentos financieros para expandir el negocio constituyendo una estructura corporativa compleja.

Esta era se la conoce con la era de los conglomerados por el tipo de fusiones o adquisiciones que se producían.

Los conglomerados formados durante este período eran más que meramente diversificados en cuanto a la línea de sus productos. El término diversificado generalmente se aplica para empresas que poseen algunas subsidiarias en otras industrias pero la mayoría de la producción se produce en una sola categoría de industrial. En este caso, los conglomerados poseen una gran cantidad de sus negocios en distintas industrias y no en una sola.

El auge de este tipo en particular de fusiones se da debido a que el gobierno había puesto sus mayores esfuerzos en evitar el abuso de los monopolios creados en los períodos anteriores, es decir, fusiones del tipo horizontal, por lo tanto el resultado fue que se produjeron del tipo vertical.

El rápido crecimiento del conocimiento en el manejo de las organizaciones aceleró la generación de los conglomerados. Las escuelas de negocio empezaron a ser ampliamente reconocidas y los títulos en posgrados como las Maestrías en Administración de Negocios, comenzaron a ser un valor agregado importante para los ejecutivos. La ciencia de la administración desarrolló metodología que permitieron ser aplicadas a una gran variedad de organizaciones, tanto grandes como pequeñas. Estas metodologías comenzaron a ser ampliamente aceptadas y quienes la tenían creían que tenían el conocimiento necesario para manejar este tipo organizacional por lo que la creencia de que los conglomerados podrían ser administrados y además ser exitosos empezó a ser realidad.

Dadas las particulares características de esta tercera ola, a pesar de la gran cantidad de fusiones o adquisiciones que se produjeron, no hubo una concentración. Un total de 6.000 fusiones se produjeron aproximadamente en este período que resultó en la desaparición de unas 25.000 firmas.

Los bancos no financiaron generalmente este tipo de emprendimiento en los años 60. Lo ajustado del mercado en cuanto a la disponibilidad de créditos y los altos intereses fueron los determinantes de la gran demanda de crédito y poca oferta del mismo, en un momento de auge económico. Por su parte el auge del mercado de capitales favoreció la provisión de los activos financieros necesarios para la realización de las fusiones y adquisiciones.

A principios de los 60 el Dow Jones Industrial[3] estaba cerca de los 608 puntos mientras que en 1968 rondaba los 900. Los precios de las acciones subieron y los inversores se especializaron principalmente en aquellas acciones con proyección de crecimiento.

Dadas las características que estaba tomando el mercado, las compañías empezaron a utilizar, jugar, con el índice P/E[4] de forma que le permitieran justificar sus actividades expansionistas. Éste porcentaje permite distinguir expectativas de futuros ingresos de la compañía por lo que cuanto más alto es el índice mayor es el optimismo por una ganancia futura. El índice es el cociente entre el precio de mercado de la empresa dividido por la ganancia disponible de un tenedor de una acción ordinaria. Esto básicamente fue lo que permitió una mayor valuación de las firmas y dio impulso a la tercera ola.

La adquisición de una organización con un bajo índice por parte de otra de un índice mayor motivó el aumento de las fusiones. Con el tiempo esto fue más difícil, y las compañías comenzaron a volver a sus índices originales, por lo cual, las adquisiciones fueron menos hasta que en 1969 el mercado cayó. Esta situación de "*Bull Market*"[5] del principio de la década se transformó hacia el final afectando la paz de las adquisiciones reduciendo los ratios P/E de los conglomerados formados.

Otro de los incentivos que promovieron las adquisiciones y fusiones, fue las formas contables que existían en esa oportunidad que permitían a las empresas fusionadas mantener subvaluados los activos de las empresas originales al momento de la fusión generando ganancias extraordinarias cuando las empresas desearan vender dichos activos subvaluados. Las empresas al fusionarse combinaban sus activos y pasivos en uno sólo manteniendo los valores de los mismos al momento en que se producía la generación de la nueva compañía o de la adquisición sin tener que realizar ninguna actualización posterior.

Muchos de los conglomerados generados en este período fueron inspirados por manipulaciones financieras que pretendían demostrar que la combinación de dos empresas tenía una mejor situación financiera que por separado.

En mercados eficientes este tipo de situaciones no debería haber sucedido dado que los precios de las acciones no deberían haber sido influenciados por efecto de manejos contables sino por la realidad económica de las empresas

---

[3] Dow Jones Industrial: Índice de la bolsa de New York que refleja la variación diaria en el valor de las acciones de las principales compañías, originalmente industriales, de Estados Unidos de Norte América.
[4] El índice P/E muestra la relación entre el precio de la acción y los beneficios futuros de la misma.
[5] Bull Market: término en inglés utilizado para denominar al mercado de valores cuando este tiene una tendencia alcista, por el contrario, se denomina "Bear Market", cuando la tendencia es a la baja.

Cuarta Ola 1981-1989

Durante la década de los setenta la tendencia se mantuvo declinando el número hasta que se revirtió a partir de los años ochenta. La característica más importante es el tipo de fusiones que se realizaron en este período, se trato de fusiones del tipo hostil. Las compañías y sus socios especuladores, encontraron una forma rápida de conseguir ganancias.

Otra característica importante de esta ola, respecto de las anteriores fue el tamaño de las operaciones que se realizaba dado el tamaño de las organizaciones que intervenían.

Con respecto al período anterior donde las compañías adquirían otras medianas o pequeñas conformando conglomerados, en esta etapa, se realizaron realmente megafusiones.

Otra de las características de este período fue la participación de los llamados "*raiders*"[6]. Lo curioso de estas organizaciones era que, por lo general, no terminaban siendo parte de los dueños sino que participaban simplemente en la ganancia resultante de la transacción.

Seleccionaban una compañía, compraban sus acciones en el mercado, y luego, obligaban a las mismas a comprar sus propias acciones a estas organizaciones, a un mayor valor, bajo amenaza de quedarse con el control de la compañía, en el caso de que continuaran comprando más acciones. Esto permitió la realización de muchos "*hostil takeovers*"[7] fueran realmente una inversión muy rentable.

Las compañías en cuestión podían no estar de acuerdo con la transacción, por lo tanto el éxito de estos "raiders" consistía en obligar a que las compañías adquirieran parte de su capital accionario. Cuando las empresas entraban en dicho juego, las acciones tenían la tendencia de estar ya en manos de un negociante de arbitraje.

Los arbitrajes se pusieron en práctica en los procesos de tomas de empresas. Los mismos compraban parte de las acciones en circulación anticipándose a la compra de la misma compañía. Los arbitrajes se convirtieron en una parte muy importante en el proceso, facilitando el incremento en el número de las adquisiciones hostiles que ocurrieron durante esos años.

---

[6] Raiders: término en inglés utilizado para denominar a un inversor individual o corporativo que proveían de los recursos necesarios para comprar las acciones de otra compañía y con el objetivo final de lograr una ganacia.

[7] Hostil Takeovers: término en inglés utilizado para denominar la acción de adquisición en contra de los deseos de los directivos, producida por una compañía o un raider comprador.

En este período se manifestaron características muy interesantes y además únicas, que no han surgido en ningún otro momento. La primera característica es la participación agresiva de los bancos de inversión que impulsaban la realización de fusiones y adquisiciones las cuales carecían virtualmente de riesgos. Por su parte las comisiones cobradas tenían proporciones desmedidas. Surgieron, tanto desde los bancos como de los bufetes legales, especialistas y productos que facilitaban la realización o impedían las mismas. Uno de los instrumentos financieros más conocidos y utilizados fueron los "*junk bond*"[8] que permitía financiar muchas de las adquisiciónes. Este instrumento permitía adquirir la cantidad necesaria de capital accionario para lograr la adquisición de las corporaciones más importantes.

En esta etapa surgieron técnicas innovadoras y vehículos financieros. Tanto las estrategias defensivas como las agresivas que se utilizaron, fueron complejas. Muchas de las adquisiciones se lograron por medio del endeudamiento, esto permitió que empresas pequeñas pudieran adquirir grandes compañías. Uno de los términos que comenzó a usarse en Wall Street fue el "*Leveraged buyout*"[9] . Por intermedio del endeudamiento, gracias al LBOs, se logró que muchas empresas públicas se convirtieran en privadas .

La última característica sobresaliente de esta etapa fue el comienzo de la globalización Las empresas no se restringieron a un sólo mercado sino pasaron las fronteras de sus países permitiendo que se fusionaran o adquirieran empresas de distintos países. Por lo general se trataron de compañías no de los Estados Unidos que adquirían compañías de ese país en búsqueda de mercados más estables económica, política y socialmente. Esta particularidad agregó un factor, la valuación de las monedas. Dado que ante la caída del dólar frente a otras divisas facilitaba la compra de activos Americanos y por el contrario dificultaba o encarecía la compra de activos extranjeros por parte de los Americanos.

Quinta Ola 1992 hasta la actualidad

En 1992 el número de fusiones dio un salto, grandes negocios, algunos similares a los de la etapa anterior en tamaño, empezaron a realizarse nuevamente. Menos adquisiciones hostiles y más estratégicas fueron algunas de las particularidades de esta quinta ola. Una recuperación de la economía al nivel mundial hizo poner foco en las fusiones o adquisiciones como mecanismo eficiente para un rápido crecimiento.

---

[8] Junk bond: término en inglés, comunmemente llamados bonos basura, se trata de bonos con una baja calificación crediticia. Estos bonos son emitidos por compañías que no cuentan con una larga trayectoria en ventas o son cuestionables crediticiamente. En los '80 eran utilizados para realizar adquicisiones debido a su mayor margen y volatilidad.

[9] Leveraged buyout (LBO): término en inglés cuya traducción al castellano significa compra apalancada. Denominación utilizada generalmente para definir la transacción en la cual una empresa pública se transforma en privada utilizando la financiación bancaria y bonos de baja calificación crediticia y alta volatilidad. El beneficio final resulta ser mayor debido a que el valor de los activos de la empresa adquirida superan el costo del endeudamiento utilizado para su adquicisión.

Las adquisiciones o fusiones de este último período no se basaron en su mayoría en la utilización de servicios de deuda para obtener capital suficiente que permitiera la transacción. Por el contrario se basó en la utilización de activos genuinos, resultando un menor leverage.

Los precios de las transacciones comenzaron a subir muy fuerte en 1998 debido básicamente a que el mercado se encontraba en una situación de liquidez y con altos índices P/E.

Dos industrias fueron las que absorbieron la mayor atención, la bancaria y la de las telecomunicaciones. La primera por la desregulación y la segunda por los altos cambios tecnológicos producidos. El volumen de la consolidación de megafusiones que ocurrieron en muchas industrias durante esta ola transformó el mercado en estructuras casi oligopólicas, y dado que los competidores desaparecían, se fusionaban o eran adquiridos, las compañías comenzaron a moverse más hacia mercados globales.

Factores determinantes - Marco de Referencia

Son muchas y variadas las razones que pueden hacer aconsejable la fusión o absorción de una empresa Entre ellas encontramos:

Mercado

Uno de los motivos más comunes y más importantes es la expansión. Adquirir una compañía que se encuentra en la misma línea de negocio o dentro del área geográfica donde se desea realizar la expansión, puede ser una forma más rápida de crecer que la tradicional.

Ahorro

El ahorro que se produce como consecuencia de la adquisición o de la función, es una razón importante y esta relacionado con economías operativas o de gestión.

Con las fusiones y adquisiciones se pueden obtener importantes economías operativas, sobre todo cuando la integración es del tipo horizontal. Por ejemplo, la eliminación de locales de venta duplicadas en una misma zona geográfica, supresión del personal innecesario, la creación de servicios comunes más eficientes: sistemas, departamento de investigación y desarrollo, departamento de promoción y publicidad, compras, recursos humanos, etc.

Como consecuencia, de las fusiones y absorciones se pueden suprimir muchos de los gastos comunes de las diferentes empresas implicadas, dado que dichos conceptos de costo o gasto se incrementan menos que los directamente proporcionales con el nivel o volumen de actividad.

Financiero

En sectores de rápido crecimiento algunas empresas pueden encontrarse con serias dificultades financieras para crecer, porque la financiación interna no es suficiente y la externa no es posible. Frente a la necesidad de decidir entre crecer o desaparecer, las empresas que se hallan en esa situación tienen que acudir a la fusión o absorción como solución desesperada. Mas las motivaciones financieras de las fusiones y absorciones no se reducen a las que se derivan de la salida de ese dilema. Una mayor dimensión o tamaño redunda generalmente en una mayor facilidad para acceder al mercado de crédito y de capitales. Si la operación es ventajosa desde el punto de vista económico, se traducirá en una mayor ganancia por acción, que es la principal motivación o causa de las fusiones y adquisiciones.

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

Impuestos

Algunas veces una empresa puede tener ventajas fiscales pero no tener beneficios para aprovecharse de ellas. Por ejemplo, después de una quiebra o reorganización una empresa puede tener miles de millones de pesos de pérdidas acumuladas no utilizadas y que una empresa con ganancias puede utilizar como beneficio.

Diversificación y Reducción del riesgo

La diversificación hace que el beneficio de la empresa sea más estable, es decir, tenga un menor riesgo. Una de las etapas por las que pasaron las grandes multinacionales industriales norteamericanas antes de llegar a la situación actual fue la integración vertical y horizontal absorbiendo o fusionándose con empresas abastecedoras de materias primas o distribuidoras del producto final. De esta manera quedaban configuradas empresas industriales de gran tamaño que se hallaban a un paso de convertirse en internacionales, paso que sería dado en el momento en que le resultara insuficiente el mercado local y cuando no puediera exportar más.

Luego del desarrollo de la teoría de la selección de carteras y la del mercado eficiente, la ventaja financiera de la reducción del riesgo que se deriva de la diversificación, que debe traducirse en un incremento de cotización de las correspondientes acciones, tiene que ser puesta en entredicho. Pues en efecto, la diversificación conseguida mediante la fusión y la absorción no podrá mejorar, en teoría, la diversificación que los accionistas podrán alcanzar para sus carteras operando directamente por si mismos en el mercado de valores, siempre que estos existan y se hallen suficientemente desarrollados.

Estrategia

Existen razones técnicas y de personal que una empresa poco importante e incluso de mala situación económica puede haber desarrollado y patentado algún procedimiento industrial o innovación tecnológica importante y que pueda interesar mucho a otra empresa próspera interesada del mismo ramo, lo cual puede llevar a que esta última pague por la primera un valor muy superior a lo que realmente vale, siendo de este modo muy atractiva para sus accionistas la operación de fusión o absorción. La existencia de un personal técnico y directivo preparado, sobre todo en determinados sectores con respecto al personal técnico y a los directivos en general, constituyen hoy día uno de los principales activos de cualquier empresa. A veces, las fusiones y absorciones se llevan a cabo con el objeto de aprovecharse del personal altamente calificado.

Por otra parte y con el objeto de saltar barreras arancelarias de terceros países y poder vender con mayor facilidad, y también para asegurarse el aprovisionamiento de ciertas materias primas básicas, las grandes corporaciones de los países industrializados han

absorbido, se ha fusionado o han tomado participación en empresas de esos países. Tanto en el mercado de factores productivos como en el de los productos terminados, la empresa grande tiene ventaja por sobre la pequeña y mediana, porque puede presionar sobre los proveedores, los clientes y el gobierno, para obtener mejores condiciones.

Sinergia

En economía y en administración de empresas, el término "sinergia" se utiliza con el mismo sentido que en biología, de donde ha sido tomado por la teoría de los sistemas, para referirse a un fenómeno que se da con bastante frecuencia en el mundo económico: la acción combinada de varios factores productivos, hechos o circunstancias pueden producir un resultado superior a la suma de los diferentes factores considerados aisladamente.

Cuando el resultado de la suma es superior a la suma de los resultados de las partes se dice que existe un efecto sinérgico que agranda los resultados y hace más atractiva la operación. En el caso de la fusión y absorción de empresas, y en general en todo lo referente al proceso de la agrupación empresarial, se utiliza el término sinergia para referirse al mayor beneficio por acción que los accionistas de las empresas fusionadas podrán obtener una vez que la operación se haya consumado.

Tácticas y Defensas de Fusiones y Adquisiciones

Muchas fusiones han sido acordadas por las dos partes, pero en otros casos el adquiriente se contacta directamente con el accionista. Hay dos formas de hacer esto. Primero buscando apoyo de los accionistas de la empresa objetivo en las asambleas anuales. Esto tiene el nombre de *batalla por delegaciones* debido a que el derecho a votar la acción de otro se denomina delegación.

Las batallas por delegaciones son caras y difíciles de ganar. La alternativa para los que van adquirir es hacer una *oferta pública* directamente a los accionistas. La dirección de la empresa objetivo puede aconsejar a los accionistas aceptar la oferta o puede intentar combatir la oferta.

Por lo general es mejor vender que comprar, los accionistas vendedores reciben una ganancia considerable debido a que los inversores anticipan la adquisición y las buenas noticias. Por otra parte, los accionistas de la empresa compradora gana mucho menos, el motivo es que los inversores parecerían que esperan adquirir empresas por aproximadamente el umbral de rentabilidad. Hay dos razones que explican de alguna manera los motivos por los cuales los vendedores consiguen mayores ganancias. El primer motivo es que los compradores son normalmente mayores que los vendedores. El comprador es tan grande que comparado con el vendedor, los beneficios netos sustanciales no se mostrarían claramente en el precio de la acción del vendedor.

La segunda y más importante razón es la competitividad entre oferentes potenciales. Una vez que el primer postor pone la empresa objetivo en juego, un interesado adicional o varios, salen al juego, algunas veces como un "*white knight*"[10] a invitación de la dirección de la empresa objetivo. Cada vez que un interesado se pone por encima de la oferta de otro, estos representa una mayor ganancia para la empresa objetivo. Al mismo tiempo la dirección de ésta, puede acudir a varios contraataques legales y financieros, asegurando que la capitulación, cuando ocurra, tenga el máximo precio que se pueda conseguir.

Los oferentes y las empresas objetivo no son los únicos posibles ganadores. Oferentes sin éxito a menudo también ganan, vendiendo sus posesiones de las empresas objetivo con beneficios sustanciosos.

---

[10] White Knight: término en inglés cuya traducción al castellano significa caballero blanco y se utiliza para denominar a potenciales compradores, que participan a solicitud de la empresa objetivo y por lo tanto a fines a los intereses de la misma, cuando las mismas se ven amenazadas por otros compradores, *black knight*, con intenciones opuestas a los intereses de la empresa.

Otro de los ganadores en todo proceso de fusión son los bancos de inversión, abogados, y en algunos casos arbitrajistas, quienes especulan con la probabilidad de éxito de las ofertas de la absorción.

Frente a una absorción se pueden realizar varias acciones defensivas. Detienen a los postores potenciales o persuaden a los accionistas a estar de acuerdo en realizar cambios en los estatutos de la empresa.

Uno de los motivos posibles es para conseguir un mayor precio del postor por la empresa objetivo, otro puede ser debido al riesgo de los directivos de perder sus trabajos por lo que algunas empresas reducen estos conflictos ofreciendo a sus directivos desembolsos importantes en el caso de que los directivos pierdan sus trabajos como consecuencia de la fusión o absorción.

Desde un punto de vista legal, los tribunales norteamericanos han cambiado. A principios de los ochenta los tribunales le daban la duda a la dirección y respetaban el juicio de las mismas, pero a partir de los noventa, dicha actitud cambio impidiendo la discriminación entre accionistas mayoritarios y menores y también forzando a los directivos de la empresa objetivo a obtener un valor máximo para sus accionistas.

El siguiente cuadro ilustra un resumen de las defensas en un intento de absorción:

Tipo de Defensa	Descripción
Pre-oferta	Modificación de los estatutos
Consejo Escalonado	El consejo es clasificado en tres grupos iguales. Sólo un grupo es elegido cada año. Por tanto, el postor no puede obtener el control inmediato de la empresa objetivo después de obtener la mayoría.
Supermayoría	Alto porcentaje de acciones necesario para aprobar una fusión, normalmente el 80%.
Precio Justo	Restringir las fusiones con accionistas que posean más de un porcentaje determinado de las acciones emitidas a menos que se pague un precio justo (determinado por una fórmula o tasación).
Pastillas de Veneno	Desalentar la posible compra haciéndola menos atractiva para el posible comprador, de distintas maneras: dando el

	derecho a los accionistas actuales a comprar acciones preferidas, o comprar acciones adicionales a un precio preferencia al del mercado, o a posedores de acciones ordinarias o preferidas comprar acciones de la empresa adquiriente a un precio preferencial, o la amenza cierta de renuncia de toda la gerencia alta en el caso de producirse una adquicisión no deseada.
Recapitalización	Distribuye un nuevo tipo de capital con derecho de voto superiores. Permite a los directivos de la empresa objetivo obtener un voto mayoritario sin poseer la mayoría de las acciones.

Tipo de Defensa Pos-oferta	Descripción
Defensa Pacman	Hacer una contra-oferta por las acciones del postor.
Litigio	Proceso contra el postor por violación de leyes.
Reestructuración del activo	Comprar activo que el postor no quiere y creará problemas antimonopolios. Vender activos que el postor quiere.
Reestructuración del Pasivo	Emitir acciones a un tercer grupo de amigos o incrementar el número de accionistas. Recomprar las acciones de los accionistas existentes con una prima.

Proceso de Reestructuración Corporativa

Aunque el objetivo de las fusiones y de las adquisiciones, se focaliza en la expansión de la empresa, las compañías, a menudo, también deben reducir o reestructurar sus operaciones, esto es debido a que parte de la empresa nos es rentable o no se encuentra dentro de los planes de los nuevos dueños.

La reestructuración corporativa puede ser necesaria para deshacer la fusión o adquisición realizada cuando estas no han resultado satisfactorias.

Al final de la 4ta. ola, fines de los '80 principio de los '90, las desinversiones fueron tomando lugar en la medida que las empresas comenzaban a reconsiderar sus estrategias expansionistas. La presión de los pagos de los intereses, de aquellas empresas que optaron por financiarse por medio del endeudamiento como aquellas empresas con el objetivo de mejorar la rentabilidad de los accionistas, consideraron esta alternativa como un curso de acción a seguir.

Por intermedio de la reestructuración, se puede lograr tener efecto en el precio de las acciones cuando el valor del activo, que la empresa se desprende, no se corresponde con el valor del resto de los activos de la compañía. En dichas circunstancias, la empresa puede aumentar su valor de mercado, al tener sólo activos de mayor valor.

La desinversión o reestructuración corporativa puede tener distintas formas y comunmente son denominadas en inglés: *"sell-off", "equity carve-outs", "spin-offs", "split-offs"* y *"split ups",* y que a continuación explicaremos.

En el primero de los casos se produce un *"sell-off"* cuando se realiza la venta de una parte de la compañía a un tercero bajo presión y por lo general a un menor valor al del mercado. Por lo general este tipo de transacciones es pagada en efectivo, con acciones cotizables en bolsa o una combinación de ambas.

Muchas críticas a las adquisiciones corporativas se basan en la cantidad de desinversiones seguidas a pobres adquisiciones como evidencia de la mala planificación expansionista realizada. Michael Porter utilizó una muestra de 33 empresas durante el período de 1950 a 1986 para mostrar que el 53% de dichas empresas realizaron desinversiones. Por otra parte Fred Weston realizó otra conclusión un poco menos áspera que la de M. Porter para justificar las desinversiones como un elemento para otorgar un mayor valor a los accionistas de las empresas originarias de las desinversión, por otra parte, puede ser motivada por la decisión estratégica, para el desarrollo de nuevas oportunidades de mercado que no existían al momento de realizarse la fusión o la adquisición.

En un trabajo presentado por S. Kaplan y M. Weisbach mostraron el análisis de 271 adquisiciones realizadas entre 1971 y 1982. De un total de 271 empresas un 43.9% de esas empresas realizaron una desinversión. El trabajo perseguía el objetivo de determinar un patrón común. La primera conclusión a la que llegaron fue que las adquisiciones para luego diversificar por medio de la desinversión fueron cuatro veces más que aquellas adquisiciones no diversificadas. Esta investigación aportó evidencias para cuestionar los beneficios de un programa de adquisición.

El "*equity carve-outs*", es una variación de las desinversiones que involucra la venta de una porción del capital en una empresa del grupo a un tercero. La venta no deja necesariamente el control de la empresa del grupo en manos del tercero. El nuevo capital da a los compradores, acciones en la compañía del grupo, en la porción que la compañía vendedora está realizando la desinversión.

Una nueva entidad es creada cuya base de accionistas es distinta de la empresa vendedora. La nueva empresa es legalmente distinta de la anterior y posee una gerencia totalmente nueva e independiente.

Esta forma de "*downsizing*"[11] se convirtió en una técnica de financiamiento popular a fines de los 80's. Muchas compañías como Enron, W.R. Grace, Hanson Trust, etc., decidieron que al realizar este tipo de desinversión proveía significativas ventajas financieras como para ser consideradas por sobre otras formas de reestructuración. Muchas empresas consideran esta forma para reducir su exposición en las líneas de negocio con mayor riesgo.

Por su parte, el "*spin-off*", es una de las formas más utilizadas de reducción de la inversión de capital de los últimos tiempos. Básicamente, consiste en crear una nueva compañía. Una división es separada del resto de la compañía, las acciones de la nueva empresa son distribuidas en forma proporcional entre los accionistas. La base de accionistas es la misma, en la compañía nueva que en la vieja pero posee una administración distinta y totalmente independiente de la anterior compañía. Una de las diferencias entre el "*spin-off*" y el "*sell-off*" es que generalmente existe una infusión de fondos en el primer caso.

Esta forma de escisión por lo general es acompañada por planes de participación de acciones entre los empleados y por los "*leverage buyouts*" realizados por la dirección de la nueva empresa (en este caso particular de LBO, se denomina MBO, es decir "*management buyout*"[12], debido a que justamente la inversión la realiza la gerencia).

---

[11] Downsizing: término en inglés cuyo significado en castellano es reducción y es utilizado para denominar la acción de las compañías de reducir la cantidad de empleados, el número de niveles burocráticos y en general el tamaño de la misma en orden de convertirse en más eficiente y rentable.

[12] Management buyout: término en inglés utilizado para referirse cuando las adquisición de una empresa se realiza por sus propios directivos endeudándose. Es un caso particular de leverage buyout (véase ref. 9)

En el caso del *"split-off"*, una parte de los accionistas de la empresa original cambia sus acciones de la vieja compañía por la de la nueva formada luego que la empresa realizara la escisión de una división o fracción de la misma.

Por último se encuentra el *split-up*, en este caso toda la empresa se divide en una serie de *spin-off* y como resultado de esta acción, la compañía original no existe más y en su lugar quedan una serie de empresas independientes.

Si bien todas estas formas consisten en distintos tipos de desinversiones, cada una tiene características particulares y por lo tanto, las compañías pueden lograr otros objetivos adicionales al desprenderse de una división específica, por ejemplo: que la transacción no pague impuestos.

Por último, las liquidaciones voluntarias son la forma más extrema de una reestructuración. Las liquidaciones están más asociadas con quiebras. Una compañía debe ser liquidada por quiebra cuando las partes interesadas reconocen que la continuidad de la firma en una forma reorganizada, tal como las mencionadas anteriormente, no aumenta el valor de la misma.

En una liquidación voluntaria, el criterio generalmente aplicado es el siguiente: si el valor de mercado de los activos excede significativamente el valor de la empresa, la liquidación de la misma debe ser altamente considerada. Esto no significa que la liquidación debe ser considerada cuando, temporariamente, el precio de mercado de las acciones de la empresa es bajo. La opción de liquidar la empresa debe ser considerada cuando las demás empresas de la misma industria no manifiestan ese menor valor.

Adicionalmente, un bajo valor del ratio P/E hace una llamada de atención para considerar la opción de la liquidación. Por lo general la administración es adversa a tomar este tipo de medidas que concluyen en la pérdida de sus posiciones, por su parte prefieren vender la totalidad de la empresa a un sólo comprador que a llevar adelante un proceso de liquidación. Por el contrario, los accionistas pueden no contemplar dicha posición.

Las liquidaciones voluntarias contrastan con las desinversiones debido a que por lo general, las desinversiones, consisten en una sola transacción donde se vende una parte de la empresa y por el contrario, el proceso de liquidación de una compañía involucra una serie de transacciones cuyo objetivo es la venta de todos los activos que posee la empresa en partes separadas.

Desde un punto de vista impositivo, las liquidaciones son más atractivas dado que las desinversiones están alcanzados por el impuesto a las ganancias de capital, por otra

parte las liquidaciones voluntarias en muchos casos se estructuran para recibir un tratamiento impositivo preferencial.

En otro estudio realizado por Andersen Consulting señala los inconvenientes posteriores a la fusión, aproximadamente un 70% de las megafusiones concretadas en los últimos cinco años no cumplió con los objetivos fijados; hubo desinteligencias entre las partes y los ejecutivos se "relajaron" tras la unión.

El análisis se realizó sobre la base de los resultados que arrojó una encuesta cualitativa realizada a más de 300 directivos de compañías europeas y norteamericanas.

Entre las causas del fracaso parcial, la investigación identifica los cambios que la dinámica del mercado obligó a las estrategias de las firmas participantes; la reacción que la alianza generó en las competidoras afectadas por estos movimientos y que son líderes del mercado; los choques que se producen entre las culturas corporativas y los desacuerdos que se generan entre los nuevos socios por el reparto de beneficios.

Pero la razón esgrimida como causa de las fallidas que más llamó la atención de los analistas es la poca atención que -en general- prestan los equipos ejecutivos involucrados en una fusión al buen desarrollo del proceso. "Parecen agotar sus esfuerzos en las gestiones previas y en la transacción en sí. Y se olvidan que, en realidad, allí comienza la etapa más importante. Debieran poner más énfasis en el día después de la foto que certifica la operación y la presentación ante la sociedad", explicó Gil Gidrón, socio de la filial española de Andersen Consulting y miembro del Grupo de Estrategia mundial de la consultora.

El ejecutivo insistió en que la razón central de que buena parte de estas operaciones no arroje los beneficios esperados es "mental" y radica en la escasa consideración que las gerencias tienen sobre la rapidez de respuestas que demanda el mercado actual. Para José Vicente García Mayora, también miembro de AC, esta realidad es parte de un aprendizaje que sólo ahora parecen haber comenzado a ejercitar las empresas: el de valorizar en su debida dimensión los cien primeros días que siguen a la presentación de la operación de fusión, adquisición o de alianzas entre empresas.

"Si bien las grandes sinergias nunca llegan a conseguirse en un plazo menor a los 18 o 24 meses, es clave tener respuestas claras para los 100 primeros días, en que los ojos del mercado estarán puestos sobre los protagonistas de la operación", destacó García Mayora.

En ese período se concentran las expectativas de los inversores sobre los posibles resultados de la operación en sí misma, por lo que pueden potenciarse los castigos si las señales sobre los caminos por seguir no son los suficientemente claras. Para Gidrón, "hay que tener muy en cuenta que los métodos de castigo con los que cuenta el mercado

son cada vez más expeditivos. Las compañías que participan de un proceso de fusión o adquisición tienen sobre sí la mirada crítica de las calificadoras y la ansiedad de los inversores que reclaman que los supuestos beneficios de la operación se trasladen rápido a la cuenta de resultados, entre otras cosas".

Todo este clima se ve además favorecido por un error en el que las compañías suelen incurrir en sus políticas comunicacionales. Las fusiones de empresas a menudo ocupan páginas en los diarios y toda clase de comentarios en los medios, y aun llegan a la discusión pública, "pero rara vez el consumidor o el cliente recibe una nota en su casa explicando que su aseguradora o banco ha cambiado de dueño y qué puede implicar eso en la relación entre ambos", indicó Gidrón.

El ejemplo es bien conocido en la Argentina, donde sólo los cambios relacionados con las privatizaciones tuvieron una presentación adecuada ante la sociedad a partir de la necesidad de forjar una nueva imagen corporativa que, además, sepultara la anterior identidad de esas empresas. Pero luego, las transferencias que vinieron de la mano de una fuerte ola de trasnacionalización de la economía se transformaron casi en una anécdota mediática para los clientes o consumidores de productos de las compañías implicadas que rara vez recibieron algún tipo de comentario al respecto de parte de la empresa que realizó la adquisición.

Para evitar estas tensiones, el estudio de Andersen Counsalting propone que las empresas intervinientes en este tipo de operación, concreten un exhaustivo trabajo de planificación que tenga en cuenta particularmente el día después de la transacción, para el que sugiere "elaborar un calendario y un presupuesto de transición, así como la evaluación adecuada de los riesgos y un plan de marketing especial para afrontar el período".

Además destaca también como un elemento fundamental para el éxito de la operación la correcta dirección y coordinación para evitar choques entre las culturas corporativas de las empresas participantes.

El trabajo, realizado por el Centro de Excelencia de Fusiones, adquisiciones y Alianzas creado por la consultora para "mejorar la creación de capital intelectual", para servir mejor a esta tendencia, dio cuenta además del impacto que la dinámica de desarrollo del mercado mundial logró imprimir en las expectativas de los ejecutivos y de las transformaciones que este tipo de operaciones ha sufrido en los últimos años.

La visión que parece impuesta entre los ejecutivos globales indica que ser parte de una fusión o adquisición se ha convertido en una necesidad imperiosa de la que depende la supervivencia de la compañía. De hecho, según el análisis, se estima que los procesos de integración reportarán alrededor de un 26% de los ingresos que las empresas obtengan en el año 2005.

Asimismo, se detectó que el concepto tradicional de una fusión o adquisición ya no es el de "un matrimonio entre firmas sino el de una convivencia acordada en la que prima la diplomacia", un concepto que engloba la "multiparticipación, la integración parcial entre las partes, la necesidad de desarrollar confianza mutua, la posibilidad de tener una vida en común limitada, etc.", según los atributos a los que recurrieron los ejecutivos encuestados para cargar de significado el término. El resultado seguramente tiene que ver con otra percepción que se instaló entre los empresarios, este tipo de transacción ha incrementado fuertemente su carácter invasivo en el último año, por lo que en la mayoría de los casos el acuerdo no es fruto de una unión entre pares sino de la aceptación de una realidad de imposición de uno sobre otro.

Sin embargo, esta lógica de conquista, llevada a la práctica, suele acarrear problemas en el manejo de la compañía resultante por fuertes desencuentros entre las culturas corporativas, de allí que los especialistas recomienden dejar de lado la idea de "imponer una cultura sobre otra" y concentrar esfuerzos en la generación de una nueva cultura empresarial que contenga y supere a las involucradas en el proceso.

A fines de 1999 se habían realizado unas 12.000 operaciones de fusiones y adquisiciones, un 16% por encima de las registradas en 1998 y el doble de las efectivamente concretadas hace sólo cinco años.

Según la consultora, los movimientos entre compañías mantendrán en los próximos años su tendencia a incrementarse fuertemente aun en aquellos sectores que, a priori, algunos analistas pueden evaluar actualmente como concentrados.

El cálculo que realizan parte de un dato que recogieron mediante las consultas sistematizadas que pusieron en marcha en los últimos años: el 90% de los directivos encuestados manifestó claramente su intención de desarrollar experiencias de este tipo próximamente, tras mostrarse convencidos de la necesidad de transitar esta senda para lograr economías de escala que permitan a sus empresas ganar competitividad y sobrevivir en el mercado.

"La gran mayoría lo percibe como una condición determinante para el éxito futuro", señala la investigación.

Valuación de la Compañía Resultante

Cuando se compra otra empresa, se está haciendo una inversión, y son aplicables los principios básicos de inversión de capital. Se debería proceder con la compra si es una contribución neta a la riqueza de los accionistas. Pero las fusiones o adquisiciones son a menudo transacciones delicadas para evaluar y por lo tanto se debe tener presente las siguientes recomendaciones:

1. Ser cuidadosos para definir los beneficios y los costos correctamente.
2. Comprar una empresa es complicado, deben abordarse temas especiales sobre impuestos, legislación y contabilización.
3. Ser conciente de las tácticas ofensivas y defensivas utilizadas en las absorciones hostiles, por si no puede consumarse un acuerdo amistoso.
4. Tener un entendimiento general de por qué ocurren las fusiones y quién gana o pierde como resultado.

En el caso supuesto de que las empresas A y B se fusionan y dan origen a la nueva sociedad C. Si llamamos VCa al valor capital o valor teórico de la empresa A aisladamente considerada, esto es el valor actualizado neto de los flujos de caja que espera que la empresa A genere en el futuro antes de considerar la posibilidad de su fusión con B, VCb, lo mismo pero referido a B, VCc y CF los costes en valor actual que origina la operación de fusión, tales como los gastos de las escrituras públicas e inscripción en el respectivo registro, impuestos, etc. Desde el punto de vista financiero, la operación de fusión interesará, obviamente, siempre que:

VAN (Ganancia de la Fusión): $VCc - (VCa + VCb) - CF > 0$

En el supuesto de que el número y el valor nominal de las acciones después de la fusión sigan siendo el mismo que antes, es decir:

$Nc = Na + Nb$

Siendo N el número de acciones de la correspondiente sociedad.

En el caso de que $Nc \neq Na + Nb$, porque algunos de los accionistas de las sociedades fusionadas optaran por la separación, o porque fuera necesario ampliar el capital de la sociedad absorbente en un tanto superior o por cualquier otras circunstancias, la fusión interesará siempre que:

$(VCc - CF) / Nc > (VCa + VCb) / (Na + Nb)$

En síntesís, siempre y cuando el valor de las acciones de la nueva sociedad sea superior al valor medio de las acciones de las dos sociedades fusionadas y consideradas previamente a la fusión.

Si las sociedades A y B cotizan en Bolsa, los precios de sus acciones deben oscilar, según los fundamentalistas, en torno VCa y Vcb, respectivamente. Conviene tener presente, sin embargo, que si el mercado tiene conocimiento de la operación de fusión antes de que ésta se haya realizado, la posible plusvalía se reflejará inmediatamente en los precios de las acciones de A y B, y por consiguiente, en el correspondiente valor bursátil de las mismas (= precio de la acción x número de acciones).

Es importante realizar ciertas consideraciones respecto de los caminos correctos y equivocados para estimar los beneficios de las fusiones.

Algunas empresas comienzan su análisis de gestión con la previsión de los futuros flujos de caja de la empresa objetivo. Cualquier incremento o reducción de coste atribuible a la fusión se incluye en la predicción, que se descuenta al presente, y compara con el precio de compra:

Ganancia Estimada =	Valoración FCD del objetivo, incluyendo beneficios de gestión	_	caja necesaria para la adquisición

FCD = Flujo de Caja Descontados

Este procedimiento es peligroso. El analista más brillante y mejor preparado puede cometer enormes errores en la valoración de un negocio. La ganancia neta estimada resulta ser positiva no porque la fusión tenga sentido, sino simplemente porque la estimación del analista de los flujos de caja es demasiado optimista. Por otra parte, una buena fusión puede abandonarse si el analista comete el error de reconocer el objetivo potencial como negocio aislado.

El procedimiento debe comenzar con el valor de mercado de la empresa objetivo en forma aislada, VCb y se concentra en los cambios en los flujos de caja que resultarían de la fusión. La pregunta en cuestión sería por qué las dos empresas tienen más valor juntas que separadas.

La fusión sólo debe llevarse adelante si puede generar rentas económicas adicionales, es decir, si la ganancia excede al costo. Ya hemos analizado el origen de las posibles ganancias pero no así el costo de las mismas. El costo de la fusión puede financiarse de dos fuentes: con caja o con acciones.

El costo de una fusión es la prima que el comprador paga por la empresa vendida por encima de su valor como entidad separada. Estimar el costo es un problema sencillo

siempre que la fusión sea financiada con caja. Sin embargo, es importante tener en cuenta que si los inversores esperan que A adquiera a B, el valor de mercado de B (VMb) puede medir de manera muy imperfecta su valor como entidad independiente.

El costo en este caso viene dado por la siguiente fórmula:

Costo = (Caja - VMb) + (VMb - VMa)

= prima pagada por sobre el valor de mercado de B + diferencia de B y su valor como entidad independiente

El problema en la distinción entre el valor de mercado y el valor intrínseco de una empresa se debe a que el valor de la entidad en forma independiente puede no ser el correcto. Los inversores potenciales en las acciones de B observarán dos posibles resultados y dos posibles acciones:

Resultado	Valor de las acciones de B
1. No se hace la fusión	VCb: valor por acción de B como empresa independiente
2. La fusión ocurre	VCa: más una parte de los beneficios de la fusión

Si el segundo de los resultados es posible, VMb, el precio de las acciones que observamos para B exagerará VCb. Esto es exactamente lo que debería ocurrir en un mercado de capitales competitivos, pero esto lamentablemente complica la tarea de la evaluación de una fusión o adquisición.

Si el mercado cometiera un error y el valor de mercado de B fuera menor que su verdadero valor como entidad independiente, el costo sería negativo. En otras palabras, B sería una muy buena oportunidad y la fusión sería viable desde el punto de vista de A, incluso en el caso en que dos empresas no valieran más juntas que separadas. Por supuesto la ganancia de los accionistas de A sería la pérdida de los accionistas de B, porque B, se vendería por menos de su verdadero valor.

Algunas empresas han realizado adquisiciones sólo porque pensaron haber descubierto una empresa cuyo valor intrínseco no era totalmente apreciado por el mercado. Sin embargo, a menudo, que acciones baratas pueden resultar caras.

Si la empresa A es sabia, no continuará con una fusión si el costo excede el beneficio, de la misma manera la empresa B, no consentirá, si cree que el costo es negativo, ya que el costo negativo para A, significa un beneficio negativo para B. Esto nos ofrece una escala de pagos posibles en efectivo que permitirán que la fusión se lleve acabo. Si los pagos se sitúan al principio o al final del rango depende del poder de negociación

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

relativo de los dos participantes. Por ejemplo, si A hace una adquisición únicamente para utilizar impositivamente deudas acumuladas, entonces podría fusionarse con B, C o D; la empresa B no tiene nada especial que ofrecer, por lo que el costo de la fusión para A es relativamente bajo.

La segunda alternativa de financiamiento, por medio del intercambio de acciones, es más complicada. Para explicar esto utilizaremos un ejemplo que nos permita clarificar un poco las cosas.

Supongamos el siguiente ejemplo:

	Empresa A	Empresa B
Precio de mercado por acción	$ 75.-	$15
Número de acciones	1.000.000.-	600.000
Valor de mercado de la empresa	$75,0 MM	$9,0 MM

Supongamos que la empresa A ofrece 160.000 acciones en lugar de $12.0 MM en efectivo. Puesto que el precio de las acciones de A antes de ser anunciada la fusión es de $75 y el valor de mercado de B es $9.0 MM el costo sería:

Costo aparente: 160.000 x $75 - $9,0 MM = $3,0 MM

Sin embargo, el costo aparente puede no ser igual al costo verdadero. Estas acciones pueden valer $75 antes de que la fusión sea anunciada pero no después. Por ejemplo, si consideramos que puede existir ahorro como consecuencia de la fusión, existirá una mayor ganancia por lo que el valor de la acción tenderá a subir.

Si suponemos un ahorro en $4,75 MM, la ecuación anterior quedaría de la siguiente manera:

Ganancia = VCc – (VCa + VCb)
Ganancia = 88,75 – (75 + 9) = 4,75 MM

Dada la ganancia y los términos del acuerdo, podemos calcular los precios de las acciones y el valor de mercado después de que la fusión se negocie y anuncie. Ahora la cantidad de acciones cambio por un total de 1.160.000 (1.000.000 A + 160.000 de A pagados por B). Por lo que el precio de la acción quedaría:

Pc = 88.750.000 / 1.160.000 = $76,50

Siendo el verdadero costo = (160.000 x 76,50) – $9.0 MM = $3,24 MM

El nuevo costo se puede calcular también intentando saber cuáles son las ganancias de los accionistas de B. Acaban con 160.000 acciones, o el 13,8 % de la nueva empresa C. Su ganancia es:

(0,138 x 88.750.000) – 9.000.000 = $3, 24 MM

En general, si los accionistas de B se les da la fracción "x" de la empresa combinada,

Costo = x VCc – VCb

Por lo tanto surge que entre la caja y las acciones como instrumento de financiación, si se ofrece caja, el resultado no se ve afectado por las ganancias de la fusión, por el contrario, si se ofrece acciones, el costo depende de las ganancias porque la ganancia se materializa después de concretada la la fusión en el precio de la acción.

La financiación con acciones también mitiga el efecto de la sobrevaloración o infravaloración de cualquiera de las empresas. En este caso, si A sobrestima el valor de B como firma independiente, quizás porque ha pasado por alto algún pasivo oculto. Entonces A hace una oferta muy generosa. Permaneciendo lo demás igual, los accionistas de A están mejor si se trata de una oferta de acciones que si se trata de una oferta de efectivo. Con una oferta de acciones, la inevitable mala noticia sobre el valor de B, recae parcialmente sobre los accionistas de B.

Otra de las características importantes a tener en cuenta entre las distintas forma de pago, es la información asimétrica existente en todo proceso de negociación entre las partes. Dado que la empresa compradora puede suponer una mayor ganancia como consecuencia de la fusión por lo que deciden hacer la transacción con caja y no por acciones dado que entenderían que los accionistas de la empresa comprada tendrían una ganancia adicional por el diferencial en el precio a consecuencia de esa mayor ganancia, mientras que en el caso contrario convendría realizarlo con acciones dado que se presupone que existe una sobrevaloración de la empresa compradora.

Dado que las partes se encuentran negociando, si la parte comprada percibe esta diferencia de valuación de la empresa compradora podría objetar el valor del precio de las acciones con las cuales pretenden pagar modificando la ecuación de ganancia, por el mayor costo.

Esto tendería a explicar por qué los precios de las acciones de las empresas compradoras normalmente caen cuando se anuncian fusiones financiadas por acciones. En un trabajo realizado por Asquith, Bruner y Mullins encontraron una caída promedio de ajuste en el mercado del 2,5% en los anuncios de fusiones financiadas con acciones entre 1973 y 1983. Hubo una pequeña ganancias de un 0,8 % para una muestra de acuerdos financiados con caja.

Compras Apalancadas

El LBO, o compra apalancada, difiere de una adquisición ordinaria en dos formas. Primero una fracción grande del precio de compra es financiada con deuda. Una parte, quizás toda, no tienen valor, es decir, inversiones de muy baja calificación. Segundo, las acciones de la LBO no se negocian más en el mercado abierto. El capital propio restante pertenece a un pequeño grupo de inversores privados, normalmente instituciones. Cuando este grupo es dirigido por la dirección de la empresa, la adquisición se denomina compra por el equipo de dirección o Management buyout (véase ref.12).

En los setenta y ochenta se acordaron muchas MBO para divisiones no deseadas de empresas grandes y diversificadas. Las divisiones más pequeñas fuera de las líneas de negocios principales carecían del interés y del compromiso de los altos cargos de la dirección, y la dirección estaba atrapada en la burocracia de la empresa. Muchas de estas divisiones florecieron cuando se desintegraron en una MBO. Sus directivos, animados por una "apuesta" personal en el negocio, encontraron vías para cortar costos y competir en forma más eficiente.

Durante los ochenta, la actividad de los LBO y los MBO se orientó a compras de negocios enteros, incluyendo empresas de servicios grandes y maduras. Un caso muy importante que sentó un precedente fue el caso de RJR Nabisco respecto al mercado de bonos basura y el negocio de las absorciones. La principal característica en la utilización de LBO fue en la generación de enormes incrementos en el valor de mercado y que la mayoría de las ganancias iban a los accionistas vendedores, no a los adquirentes.

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

Fusiones & Adquisiciones en la Argentina

Durante 1999, y siguiendo con un fuerte proceso iniciado en 1997, en la Argentina se concretaron más de 300 adquisiciones entre empresas. Bancos, petroleras, laboratorios medicinales, empresas de tecnología, supermercados, agencias de publicidad, aseguradoras, AFJP, cadenas de electrodomésticos no quedando ningún sector a salvo de los cambios impuestos por la globalización.

Quizá donde esta transformación se vea más claramente es en el sector financiero. A inicios de la década de los 80, en la Argentina había más de 500 bancos; en 1991 eran 214, y hoy son 120 las entidades financieras. La consecuencia más obvia de estos grandes movimientos es la concentración del volumen: mientras que en 1995 los 10 primeros bancos acumulaban el 58% de los depósitos, hoy, los primeros diez captan el 70 por ciento. En muchos casos, en pos de hacerse fuertes en un mercado cada vez más congestionado con nuevos jugadores, se unen antiguos enemigos acérrimos.

Para Jorge Bustamante, socio de Merchant Bank Asociation, banco de inversión especializada en fusiones y adquisiciones, "en la Argentina es limitadísima la fusión entre iguales. El 90% son compras directas. Esta tendencia sigue porque es la dirección en la que va el mundo. Se necesitan empresas cada vez más súper productivas".

Si bien es difícil para las grandes empresas unificar sus operaciones, las Pyme también afrontan la difícil transición. Alejandro Travía, presidente de Travía & Co., banqueros de inversión, señaló que "por definición, el empresario Pyme es un hombre solitario, individualista, que compitió con quienes ahora lo quieren comprar; uno puede demostrarle que es conveniente la asocicación para aprovechar la sinergia y darle más volumen al negocio, pero fracasa por aspectos culturales".

Por otra parte, si bien la unión entre empresas busca ahorrar costos y ganar más clientes, debe cuidarse que la concentración no afecte la libertad del mercado.

La fusión de empresas es una realidad de todos los días en los países más desarrollados. Este fenómeno ocurre aun en sociedades que se preocupan por preservar la competencia porque practican una economía de mercado.

La aceptación de las fusiones implica reconocer que existen beneficios que no sólo incentivan el interés empresarial de estas operaciones, sino que también alcanzan al conjunto de la economía.

Los organismos creados para la defensa de la competencia evalúan esos beneficios frente al riesgo de abuso monopólico y actúan en ciertos casos, pero no impiden que se manifieste esta tendencia.

La Argentina no ha escapado a este fenómeno, que en nuestro medio se ha iniciado generalmente por una adquisición, que da luego paso a la fusión de la empresa adquirida con la adquirente. La unión de empresas implica, por lo general, un ahorro de costos, debido a la más eficiente utilización de estructuras administrativas, comerciales o industriales. En un país de mercado interno limitado, pero abierto al comercio exterior, la escala y la eficiencia tienen un sentido distinto del que pudieron tener cuando la economía era cerrada.

Antes era muy importante preservar la competencia interna. Después de la apertura, la competitividad pasó a ser una condición de subsistencia, mientras que la competencia en los mercados domésticos de bienes se puede lograr por el comercio internacional.

La vigilancia de las concentraciones monopólicas en una economía abierta se hace más importante en las actividades de servicios que en las de bienes.

En las fusiones en actividades no expuestas al comercio exterior, en tanto, deberá evaluarse con mayor cuidado el balance entre los ahorros de costos y el control del mercado.

Tal como lo mencionamos anteriormente, la concentración por fusiones y adquisiciones ha sido particularmente intensa en la Argentina a partir de esta década. Abarcó sectores tan diversos como el alimenticio, la indumentaria, los hipermercados, los combustibles, los medios de comunicación, la medicina prepaga, los bancos, la petroquímica, la siderurgia y el cemento.

La tendencia a una mayor concentración sólo fue amortiguada por la partición y desconcentración en la privatización de algunas grandes empresas públicas como Gas del Estado, Segba, Agua y Energía o Entel. La pregunta que cabe hacerse es si el proceso de concentración permitió efectivamente una reducción de costos y, en ese caso, si fue trasladada al mercado interno y se aprovechó en mejorar la competitividad externa.

Si bien es difícil relacionar efectos con causas en un período donde hubo una multiplicidad de otros factores, está claro que las fusiones permitieron aumentos de productividad que no se hubieran dado de otro modo. Muchas de ellas hicieron posible la extensión del know how y la tecnología a las empresas absorbidas, e impulsaron inversiones en modernización y aumentos de calidad.

Han sido pocos los casos de actividades no sujetas al comercio internacional o de servicios en las que las fusiones hayan anulado un marco anterior de adecuada competencia.

Algún temor surgió en el caso de los supermercados, que han acentuado su poder negociador frente a los productores, cuestión que deberá ser motivo de un atento seguimiento. El sistema financiero continúa siendo competitivo a pesar de las fusiones producidas que, en todo caso contribuyeron a mejorar la solvencia al reducir el riesgo sistémico, como se aprecia por la inexistencia de corridas generales de depósitos desde 1995, tan comunes en otros tiempos.

Resulta entonces imprescindible alcanzar un manejo eficiente, honesto y alejado de sesgos ideológicos o políticos de la legislación antimonopolio, para que las fusiones de empresas y sus beneficios sean compatibles con la preservación de la libre competencia.

En la Argentina la ley antimonopolio sancionada rige para defender la libre competencia.

En los años noventa se ha producido una profunda reorganización de la economía argentina, cuyos ejes han sido el aseguramiento de la estabilidad de precios mediante el régimen de convertibilidad, la desregulación de los mercados, la apertura comercial externa y las privatizaciones de activos estatales.

En el marco de este nuevo ámbito económico adquiere fundamental importancia la redefinición del papel del Estado, que ya no participa directamente en la producción de bienes y servicios sino que la transfirió a la actividad privada.

Las políticas de competencia adquirieron una importancia tan significativa que la Constitución Nacional las incluyó en su nueva redacción.

En este contexto se promulgó la ley N° 25.156, cuyo espíritu es similar a la legislación antimonopolio europea y norteamericana. Por eso, el texto de la norma prevé expresamente el control previo de las operaciones de concentración económica que puedan afectar el desenvolvimiento del mercado.

El objetivo de las empresas que se proponen realizar una fusión o concentración es aumentar su poder de mercado, por consiguiente, si la operación se concreta, puede darse una disminución significativa del número de competidores efectivos y un aumento de la capacidad potencial para desarrollar prácticas que limiten, restrinjan o distorsionen la competencia.

Así, en la nueva legislación se prevé la notificación previa para todas aquellas operaciones que se realicen dentro de los parámetros que especialmente se determinan.

La ley prevé como concentración económica la toma de control de una o varias empresas por medio de las siguientes herramientas:

La fusión entre empresas.
La transferencia de fondos de comercio.

La adquisición de la propiedad o cualquier derecho sobre acciones o participaciones de capital o títulos de deuda que den derecho a ser convertidos en acciones o participaciones de capital, o a tener cualquier influencia en las decisiones de quien los emita, siempre que se otorgue al adquirente control o influencia sustancial sobre ella.

Se incluye todo otro 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.

De esta manera, todas las operaciones de las que resulte que la suma del volumen de negocios total del conjunto de empresas afectadas supere en el país la suma de $ 200 millones (o que el volumen de negocios total en el nivel mundial supere los $ 2500 millones) deberán ser notificadas antes de su realización.

Eso deberá concretarse en una semana a partir de la fecha de conclusión del acuerdo, de la publicación de la oferta de compra o de canje, o de la adquisición de una participación de control.

Este plazo deberá computarse a partir del momento en que se produzca el primero de los acontecimientos citados ante el órgano de aplicación de la ley, esto es, el Tribunal de Defensa de la Competencia, bajo apercibimiento, de aplicar multas de hasta un millón de pesos diarios en caso de no cumplir (las sanciones previstas en el artículo 46, Inc. d).

Practicada la notificación, el organismo debe decidir dentro de los 45 días por la autorización de la operación, subordinarla al cumplimiento de ciertas condiciones o bien denegarla.

Es decir, que, entre las facultades que la legislación le atribuye al tribunal, está la de oponerse o condicionar esos actos cuando afectan la libre competencia. Esta ley propugna un sistema sancionador más amplio que el de la ley Nº 22.162, tanto en el monto de las multas como en la imposición de condiciones que apunten a restablecer la competencia.

Es así como, entre las situaciones expresamente previstas, se contempla la posibilidad de que las empresas infractoras sean disueltas, liquidadas, desconcentradas o divididas.

Caso: Citigroup (Travelers – Citicorp)

La desregulación de la industria bancaria motivo la fanática ola de fusiones y adquisiciones que tomaron forma durante la última ola, es decir entre los años 1992 y la actualidad.

El medio que rodeaba a los bancos antes de los años ochenta estaba muy regulado e impedía el crecimiento, pero esta situación comenzó a cambiar produciendo una situación de bonanza. Una de las primeras respuestas a esta situación favorable fue el crecimiento de bancos superregionales, con alcance nacional en los Estados Unidos como fue el caso de la fusión del Bank One y el NationsBank, Wells Fargo y Norwest, y Citicorp y Travelers Group. Esto empezó a verse como una amenaza para los demás bancos debido a las economías de escala contra las cuales competían, por tales motivos los bancos aprovecharon a las fusiones y adquisiciones como forma rápida de evitar una competencia desmedida y de crecer en nuevos mercados.

Las concentraciones bancarias que se dan en todo el mundo y el desdibujamiento de las fronteras, hace difícil que los cambios se circunscriban a la nación donde se producen y más aún si se trata de los Estados Unidos.

Históricamente el sistema financiero de los Estados Unidos es muy particular debido a que conviven muchos bancos pequeños junto con un grupo de grandes bancos con capacidad para expandir sus negocios. La rígida regulación bancaria que predominó durante varias décadas determinó un sistema financiero muy segmentado y con mercados muy divididos. Sin embargo el tiempo hizo conocer que la competencia puede ser reprimida pero no aplastada. La propia realidad del mercado, las grandes transformaciones financieras en la década de los 80's y la presión de los grandes bancos por expandir sus actividades, dieron lugar a una serie de cambios que flexibilizaron la legislación bancaria.

La cantidad de bancos cayó un 30%, pasando de 14.200 en 1987 a 9.500 en la actualidad siendo las megafusiones las que están sentando las bases del futuro. Estos grandes bancos se están convirtiendo en grandes supermercados financieros, creando soporte global para sus operaciones en todo el planeta.

Lo novedoso es que ya no se mira cuáles bancos se fusionarán con otros dentro de su misma actividad, ya sea la banca de inversión, o minorista o el corretaje de seguros, sino que ahora las fusiones se piensan enfocando la convergencia de muchas actividades. Estos grandes conglomerados financieros, que efectivamente no serán más de cinco o seis, se preparan para actuar en todos los aspectos de la industria bancaria, corretaje de acciones, bonos, seguros, administración de carteras de inversión, banca minorista, banca corporativa, etc. buscando ampliar su envergadura mundial. La meta

de estas entidades es la de crear redes de venta informatizadas que puedan vender a consumidores de todo el mundo una vasta gama de productos.

Los bancos que se organizan para vender más productos y servicios, utilizando una variada gama de canales de distribución, buscan ampliar sus ingresos y mantener la rentabilidad con mayor volumen de operaciones, y enfrentar caída en los márgenes de ganancias en la actividad tradicional de la banca. Además una fusión generalmente elimina varias superposiciones y permite sacar ventajas de economías de escala en actividades con altos costos fijos. Todo esto permite una reducción de los costos, que también ayuda a sostener la rentabilidad. A su vez, los bancos que dejan de estar concentrados en una actividad o región, y se fusionan buscando una mayor cobertura territorial ampliando sus actividades, pueden diversificar y controlar mejor sus riesgos. Para los clientes, los beneficios principales radican en mejores servicios, como ser un mayor número de canales de venta, y precios más competitivos.

Dentro de este marco de referencia se encuentra Citigroup que empezó como idea del CEO de Travelers, S. Weill a inicios de 1998 quien le transmitió su inquietud, a su par de Citicorp J. Reed, de formar una fusión.

Travelers era, casi por completo, una compañía doméstica, carente de la fuerza y profunda experiencia de todas partes, desde el Brasil a Bombay del Citicorp. Este con U$S 21.600 millones de ingresos ajustados en 1997, tenía el mayor negocio del mundo de tarjetas de crédito y operaciones bancarias minoristas y corporativas.

Esta megafusión tenía sentido para ambas organizaciones. Para Travelers, con U$S 37.500 millones de ingresos, le ofreció a Citicorp nuevos canales de distribución a través de sus 10.600 brokers de Salomon Smith Barney, 28.000 representantes de Primerica Financial Services y 11.800 agentes de Travelers Life & Annuity

Citicorp básicamente conformada por el Citibank, uno de los principales bancos con presencia a nivel mundial y Travelers Group, un grupo diversificado integrado por compañías de servicios financieros, manejo de cartera de inversiones, seguros de vida y de bienes personales, siendo sus empresas: Salomon Smith Barney, Salomon Smith Barney Asset Management, Travelers Life & Annuity, Primerica Financial Services, Travelers Property Casualty Corp. y Commercial Credit.

La combinación de estas dos entidades manifestó su intención de fusionarse y convertirse en lider global de los servicios financieros en abril de 1998. La unión de ambas permite lograr juntas un importante compromiso en el servicio al cliente, individual, corporativo, institucional o gubernamental, en forma global por intermedio de una diversidad de canales y servicios, desde el banco tradicional, de consumo, de crédito, de tarjetas de crédito, de inversión como así también en securities, manejo de inversiones, y seguros.

La fusión de ambas formó Citigroup, con servicios a más de 100 millones de clientes en 100 países alrededor del mundo, más de 60 millones de tarjetas de crédito emitidas. A fines de 1997 poseían inversiones por más de U$S 700.000 millones, ingresos netos por U$S 50.000 millones, ingresos operativos aproximados por U$S 7.500 millones y activos por más de U$S 44.000 millones siendo la capitalización del mercado más de U$S 140.000 millones convirtiéndose en la compañía numero uno en servicio financieros.

La fusión se realizó con la conversión de acciones de los accionistas de cada una de las compañías de la siguiente manera: los accionistas de Citicorp cambiaron sus acciones por 3,75 de las de Travelers y los accionistas de estos mantuvieron sus respectivas acciones obteniendo como resultado el 50% del valor de la suma de ambas empresas en forma combinada. Esta operación se realizó sin ser alcanzada por los impuestos.

Una de las principales características es que la organización fusionada está encabezada por los presidentes de las empresas anteriores quienes poseen iguales atribuciones. Tanto S. Weill, como J. Reed son co-presidentes y co-CEO de Citigroup. Inc.

La otra característica importante es que la transacción debió ser aprobada por la Reserva Federal dado que era necesario una serie de cambios en las regulaciones vigentes para que se pudiera concretar este proyecto dentro de las cuales se encontraba el otorgar permiso a los bancos para que estos sean dueños o participen en el negocio de los seguros, negocio en el cual Citibank es un jugador importante en el mercado de Seguros de Retiro en América Latina.

La fusión sólo pude llevarse adelante en la medida que se aprobaran los cambios y que el mismo Alan Greenspan tuvo que apoyar en un principio.

Los aspectos que esta fusión abarcó, fueron los siguientes:

Demográficos	Debido al crecimiento de la economía, principalmente en Norte América y Europa, y por alcanzar un pico de ahorro necesitada de dar curso a inversiones y por una creciente clase media en los países emergentes, los cuales están necesitados de servicios financieros
Regulatorios	Por la restricción legal de mantener separados a los bancos de los brokers y las aseguradoras, de esta forma se daba la oportunidad de una serie de servicios financieros en una misma entidad.
Globalización	Debido a las características de la globalización, el mundo se esta moviendo en forma standard y tanto los gobiernos como la

valuación de los mercados permite vender más fácil productos como los fondos mutuos que pueden ser adaptados a los mercados locales muy f'acilmente.

Planes de Retiro — Debido a la quiebra de los sistemas sociales de retiro y de salud, los clientes están cambiando a sistemas privados de seguros de retiro y que a su vez consolidan el mercado de bonos y acciones.

Tecnológicos — Por último, las computadoras, la Internet, las líneas telefónicas sin cargo hicieron más fácil y barato el delivery de los servicios financieros. Actualmente un 30% de todas las acciones negociadas en forma minorista se realizan por medio de la WWW.

Lo más saliente de esta fusión fue la audacia con la cual fue encarada, tanto por J. Reed, principal banquero caracterizado por ser el creador de la banca de consumo, y S. Weill, principal referente en el mercado de los servicios financieros, creyeron que actuando con agresividad podían persuadir a los legisladores de cambiar la ley " Glass-Steagall" que impedía la creación de un nuevo paradigma en el mercado mundial de los servicios financieros.

Los números de ambas compañías antes de la fusión eran:

Ingresos de 1997 expresados en miles de millones

	Citibank	Travelers
Finanzas de Individuos		$1.7
Préstamos Corporativos	$1.2	
Tarjetas de Crédito	$6.9	
Manejo de Tesorería	$2.3	
Servicios de Inversión		$21.5
Banco de Inversión	$1.6	
Trading	$2.5	
Seguros de Vida		$4.4
Banca Privada	$1.1	
Seguros de Bienes Person.		$9.9
Banca de Consumo	$6	
Total	$21.6	$37.5

Ley Glass-Steagall

Adjunto nota publicada en el "El Economista" el 5 de noviembre de este año con motivo de la derogación de la ley.

"En Estados Unidos se decidió poner punto final a la ley Glass-Steagall y eso será el punto de partida para una profunda transformación de los negocios financieros. Como consecuencia de esta ley los bancos comerciales, las empresas de seguros y los bancos de inversión no podían entrar en la actividad del otro. Esta restricción databa de 1933 y era una consecuencia directa de la Gran Depresión.

Ocurre que en los años posteriores al crack bursátil de 1929, quebraron en Estados Unidos, 11.000 bancos. Los legisladores no necesitaban ser muy perspicaces para darse cuenta de que los bancos habían hecho una especulación desenfrenada. Una de las consecuencia de esa legislación fue en su momento la división de la Casa Morgan.

De todas maneras en el sistema financiero ya se habían aflojado algunas restricciones. Hay quienes dicen que con la derogación de esta ley el Congreso llega tarde porque de todas maneras los cambios se estaban produciendo como lo demuestra la fusión de Citibank con Travelers el año pasado.

De cualquier manera una estructura como la de Citigroup, que acaba de contratar al ex secretario del Tesoro, Robert Rubin, no hubiera podido desarrollar todo su potencial sin la derogación de esta ley. Para los legisladores el hecho de que un cliente puede hacer todas sus operaciones financieras en una misma entidad significará una importante reducción de costos. Otros, por el contrario, creen que la concentración nunca es buena para los consumidores.

Los bancos de Estados Unidos que, a diferencia de sus pares japoneses, gozan de muy buena salud se ponen ahora a tono con la globalización. Los pronósticos de los analistas indican que el fin de la ley Glass-Steagall traerá una ola de fusiones en Wall Street, dándole un nuevo impulso al mercado.

Pero también están quienes advierten que el nuevo esquema puede complicar la tarea de supervisión del sistema. Y la historia está llena de crisis causadas por la liberalización de la actividad financiera sin una mejora de la supervisión.

La hora de los supermercados financieros llegó a Estados Unidos con este acuerdo entre los legisladores y la Casa Blanca que fue calificado como la mayor reforma que se haya logrado en los últimos 60 años".

Bibliografía

Business Encyclopedia Ilustrated
Spurge. 1997 Knowledg Exchange

Mergers, Acquisitions, and corporate Restructurings
Gaughan, Patrick A. 2nd ed. 1999. Wiley

Decisiones Optimas de Inversión y Financiación en la Empresa
Andrés S. Suárez y Suárez. Pirámide 1996

Fundamentos de Financiación Empresarial
R.A. Brealey & S.C. Myers 4ta. ed. McGraw-Hill

Valuation Measuring and Managing the Value of Companies
T. Copeland, T. Koller, J. Murrin 2ed. 1994 J. Wiley & Sons, Inc.

Diario La Nación
Suplemento de Economía & Negocios Octubre, 1999

Revista Business Week
Señales de Tensión en la cima de Citigroup. Mayo de 1999

Revista Business Week
Just the Start, The Coca Cola of Personal Finance. Abril de 1998

Diario "El Economista"
Ley Glass-Steagall. Noviembre de 1999

Business Spanish Dictionary
Peter Collin Publishing 1999

Dictionary of Finance and Investment Terms
John Downes & Jordan Elliot Goodman, 5ta. Ed. 1998 Barron´s Financials Guides
Barron´s Educational Series, Inc.

APROBADO