

**UNIVERSIDAD DE EL SALVADOR
FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS
MAESTRIA EN ADMINISTRACIÓN FINANCIERA**



**TRABAJO DE GRADUACIÓN
SOBRE**

**LAS FUSIONES Y/O ADQUISICIONES EMPRESARIALES:
TEORIA Y FORMAS DE PAGO: “EFECTIVO O ACCIONES”**

PRESENTADO POR:

JOSE PILAR SILVINO CAMPOS SERRANO

PARA OPTAR AL GRADO DE:

MAESTRIA EN ADMINISTRACIÓN FINANCIERA

CIUDAD UNIVERSITARIA DICIEMBRE 2001

INDICE

	Pág.
INTRODUCCION	
I FUNDAMENTOS TEORICOS DE LAS FUSIONES Y ADQUISICIONES	1
I.1. ASPECTOS CONCEPTUALES	1
I.2. FACTORES DE ÉXITO Y FRACASO EN LAS ADQUISICIONES	5
II. LAS ADQUISICIONES EN EL AMBITO INTERNACIONAL	8
III. LAS FUSIONES EN EL SALVADOR	12
III.1. ANALISIS RETROSPECTIVO	12
III.2. EXPERIENCIAS RECIENTES	14
III.2.A. FUSIÓN ENTRE EL BANCO DE COMERCIO Y BANCO ATLACATL	14
III.2.B. BANCO AGRÍCOLA COMERCIAL ADQUIERE AL BANCO DESARROLLO	15
III.3. MOTIVOS Y CONDICIONES DE LAS EMPRESAS SALVADOREÑAS PARA FUSIONARSE.	17
III.4. PERSPECTIVAS	17
IV FORMAS DE PAGO, “EFECTIVO O ACCIONES” EN LAS FUSIONES Y/O ADQUISICIONES	18
IV.1. DIFERENCIA ENTRE INTERCAMBIO DE ACCIONES Y PAGO EN EFECTIVO	20
IV.2. CONSIDERACIONES PARA LA ELECCIÓN DE LA FORMA DE PAGO	21
IV.3. UN ADQUIRENTE MUY SEGURO ESPERARÍA PAGAR EFECTIVO POR LAS ADQUISICIONES.	23
V. CONCLUSIONES	25
BIBLIOGRAFÍA	27

INTRODUCCIÓN

El estudio sobre el fenómeno de las fusiones y adquisiciones empresariales es de suma importancia, dado que involucra una forma de reestructuración de las empresas, fortalece la posición y desarrollo de estas en el mercado, posibilita el desarrollo del capitalismo moderno basado en la concentración, centralización y acumulación de capital, y por que responde al proceso de globalización y regionalización de la economía.

Las fusiones son una opción dentro de la economía global en evolución, en la que las empresas buscan economías de escala y mayores porcentajes de mercado, mas productos útiles y más clientes, y naturalmente, que suba el valor de sus acciones.

Ningún sector empresarial en la economía mundial ha logrado escapar a lo que parece ser una moda en los últimos años.

La negociación de una fusión incluye grandes sumas de capital, expresados en *efectivo o acciones*, sobre el cual se establecen los términos de dicha negociación, tema central del presente documento, que describe las consideraciones básicas para adquirir una empresa mediante efectivo o acciones.

La practica sobre adquisiciones involucra cada vez menos efectivo, es decir, la mayoría de casos se realizan mediante intercambio de acciones (ver parte IV Formas de Pago, tercer párrafo Pág. 18)

En este documento se presenta el marco teórico extractado sobre las fusiones, que incluye: los *aspectos conceptuales fundamentales* (concepción teórica, tipos, formas de concretarlas, motivos para fusionarse o adquirir una compañía, e intermediarios en dichos procesos); y los *factores más comunes de éxito y fracaso*.

En la siguiente parte se enfoca el desarrollo de esta práctica en el ámbito internacional y en nuestro país, se describen dos experiencias recientes ocurridas en el sector financiero salvadoreño.

En la parte final se desarrolla un enfoque práctico sobre las formas de pago: “*efectivo o acciones*”, se establecen las diferencias y consideraciones para la elección de la forma de pago, formas de estructurar una oferta mediante intercambio de acciones y las implicaciones para las partes involucradas en la negociación. Se presentan algunas conclusiones reveladoras de los aspectos medulares sobre la práctica de fusiones y adquisiciones.

I. FUNDAMENTOS TEORICOS DE LAS FUSIONES Y ADQUISICIONES

Este apartado contiene en forma extractada el marco teórico conceptual relacionado a las fusiones y adquisiciones; la importancia de su estudio radica en las enormes inversiones que involucran, la transformación de las industrias, el fortalecimiento de las empresas, y porque constituyen la expresión máxima del capitalismo moderno basado en la centralización, concentración y acumulación del capital.

I.1. ASPECTOS CONCEPTUALES

Las fusiones en el término amplio constituyen una forma de reestructuración empresarial, entendida esta como aquellas “actividades que comprenden la expansión o contracción de las operaciones empresariales o los cambios en su estructura de activos o financiera.”¹

“Se realiza una fusión cuando dos o más compañías se unen para combinar y compartir sus recursos con el fin de alcanzar objetivos comunes. Los accionistas de las empresas que se fusionan a menudo permanecen como propietarios conjuntos de la entidad fusionada.”² Existen casos en que la nueva entidad resultado de la fusión, cambia de nombre, lo cual requiere inversiones en publicidad para mantener su posicionamiento en el mercado.

Por lo general los activos y pasivos de la empresa menor son consolidados en la mayor. A la empresa mayor se le denomina adquirente y es la que intenta adquirir a otra, la empresa menor llamada objetivo, es la que se pretende adquirir.

En la mayoría de los casos la compañía adquirente se identifica, evalúa y negocia con los dueños o administradores de la compañía objetivo; así también, existen casos en que esta última inicia su proceso de adquisición, anunciando su intención de ser adquirida.

En el contexto sobre fusiones y/o adquisiciones, éstas se pueden agrupar dependiendo de los objetivos que persiguen en los siguientes tipos: **fusiones horizontales** resultan de la unión de dos o más compañías en una misma línea de negocio, pudiendo ampliar las operaciones de una línea de

¹ / Lawrence J. Gitman, Administración Financiera Básica, Tercera Edición, Editorial Harla 1998
Pág. 543.

² / P.S. Sudarsanam, La esencia de las Fusiones y Adquisiciones, Primera Edición 1996 Editorial Prentice Hall Hispanoamericana, S.A. Pág. 1.

productos determinada, como en el caso de dos instituciones bancarias; **fusiones verticales** suceden cuando una empresa adquiere a un proveedor o a un cliente, como ejemplo, una fábrica de herramientas y su proveedor de hierro fundido; el beneficio inmediato será un mejor control en la adquisición de materia o distribución de bienes terminados; **fusión congénica** resulta de la adquisición de una empresa en la misma industria general, aunque no necesariamente en la misma línea empresarial, como en el caso de una que fabrica de herramientas y otra estructuras metálicas; los beneficios resultantes serán el uso de los mismos canales de distribución y ventas, a fin de conseguir un mayor mercado; **fusiones conglomeradas** existen cuando se unen empresas en negocios no relacionados, por ejemplo una compañía de seguros con una cadena de hoteles, los beneficios que obtienen es la reducción de riesgos, más aún cuando son empresas con diferentes pautas estacionarias o cíclicas de ventas y utilidades.

Independientemente del tipo de fusión que se realice, cuando se adquiere una empresa, se está haciendo una inversión, y son aplicables los principios básicos de inversión de capital; se deberá proceder con la compra si se hace una contribución a la riqueza de los accionistas, habrá entonces una ganancia económica si las dos empresas juntas valen más que separadas.

Se deben definir los beneficios y costos correctamente y considerar aspectos como impuestos, legislación, normas contables y cultura organizacional.

Las adquisiciones pueden realizarse de una forma amistosa o de forma hostil. Cuando se da de forma amistosa, se identifica la empresa objetivo, se entabla la negociación, y si los administradores o accionistas consideran aceptable la propuesta brindan respaldo al proceso hasta consumarse, el cual puede realizarse mediante una compra en efectivo de las acciones, intercambio de acciones, bonos u otras formas acordadas.

Por otro lado si la compañía objetivo rechaza la propuesta para no ser adquirida, la adquirente podrá hacer una oferta pública a todos los accionistas de la compañía objetivo, para comprar una porción suficiente de acciones que le permita tomar control.

Las fusiones pueden tener carácter estratégico y financiero; es *estratégica* cuando se pretende alcanzar economías de escala eliminando costos innecesarios, expansión en el mercado, mejoramiento de fuentes de materia prima y estrategias de distribución; en general, hacer que el desempeño de la

empresa fusionada supere al de las empresas por separado antes de la fusión. Si la finalidad principal es mejorar los flujos de efectivo, reduciendo costos de manera drástica, vendiendo activos no compatibles con dicha finalidad, tendrá carácter financiero.

En los procesos sobre fusiones y adquisiciones empresariales la banca de inversión se convierte en parte fundamental por su papel como mediador, representando a una de las partes, diseñando y coordinando los mecanismos para financiar dichas operaciones, estructurando los términos de la negociación y definiendo la estrategia para llevar a cabo la posible operación; además de asesorar, suscribir y negociar una nueva emisión de valores que resulte de dicho proceso.

A la banca de inversión se le atribuye el auge de las fusiones en los 80's, debido a sus dinámicas iniciativas que concretaron la mayoría de ellas, en parte, por las cuantiosas cuotas obtenidas en la intermediación.

La compensación por intermediación para estas compañías puede ser pactada como una cuota fija, una comisión sujeta al precio de la transacción, o una combinación de ambas.

Con frecuencia cuando se trata de adquisiciones con alto apalancamiento[♦], el banco de inversión compra parte de las acciones de la compañía adquirida.

La suscripción de valores, vender en ofertas públicas[♥] una nueva emisión en el mercado primario, asesoría legal sobre emisión de valores y asignación de precios, son entre otros los servicios que prestan; así compañías como **J.P. MORGAN**, **SALOMÓN BROTHERS**, **GOLMAN SACHS** y **MERRYLL LYNCH** destacan en esta actividad.

Por otra parte existen motivos que llevan a una empresa a adquirir otra, estos se pueden agrupar así:

Efectos Sinérgicos:

Creación de economías de escala, resultantes de una disminución en los costos unitarios al aumentar el nivel de producción, o diluir costos fijos.

[♦] Técnica de adquisiciones que comprende el empleo de grandes cantidades de deuda para adquirir una empresa, como la emisión de valores de deuda o crédito bancario.

[♥] Oferta pública: cuando una empresa ofrece en venta sus valores al público, las cuales por lo general son suscritas y negociadas por un banquero de inversión, tomado de Lawrence J. Gitman
Obra citada Pág. 779.

Las economías de escala que generalmente resultan de la fusión, disminuyen los gastos generales, incrementando de este modo las utilidades.

Los efectos sinérgicos son más evidentes, cuando la operación se realiza entre compañías que pertenecen a una misma línea de negocios.

Combinación de recursos complementarios:

La fusión tiene sentido cuando una compañía reconoce sus fortalezas y debilidades, como en el caso de tener un producto único, pero carecer de una organización de ventas e ingeniería para producirlo y venderlo a gran escala; una empresa adquirirá a otra para complementar recursos, teniendo así factibilidad de crecimiento y desarrollo.

Obtención de fondos y empleo de fondos excedentes:

Con frecuencia, una empresa adquiere a otra en la que sus activos son bastante líquidos y los niveles de pasivo muy bajos, con el objeto de disponer de liquidez inmediata o ampliar su posibilidad de financiamiento.

Por otra parte, una adquisición se realiza para emplear fondos excedentes generalmente cuando la empresa se encuentra en una industria madura y que tiene pocas posibilidades de realizar inversiones; por supuesto, después de desechar la opción de aumento sustancial en el pago de dividendos o recompra de acciones.

Mayor eficiencia administrativa y productiva:

La falta de adecuada tecnología y de calidad administrativa en algunas empresas, imposibilita reducir costos e incrementar ventas y utilidades, aun en aquellas cuyas posibilidades de crecimiento son propicias, convirtiéndose en objetivos de compañías con calidad tecnológica y administrativa que proyectan expandirse y desarrollarse mediante la transferencia de dichos recursos.

Consideraciones fiscales*:

Suele suceder, que se adquiera una empresa que ha acumulado pérdidas, buscando beneficios fiscales, es decir, que ésta pérdida de la compañía adquirida puede aplicarse contra una cantidad determinada de ingreso por parte de la adquirente, disminuyendo así la renta gravable.

* En Estados Unidos La Tax Reform Act (Reforma a la Ley de Impuestos) de 1986, a fin de impedir las combinaciones cuyo único objetivo consiste en aprovechar las pérdidas de períodos fiscales anteriores, estableció un límite anual sobre la cantidad de ingreso gravable contra la cual pueden aplicarse dichas pérdidas.

* La renta gravable es la diferencia entre las Utilidades Antes de Impuestos (UAI) y la pérdida de períodos anteriores por amortizar.

Los administradores tienen sus propias motivaciones sobre adquisiciones, influyendo en forma positiva sobre el objetivo de los dueños, dado que estos últimos esperan ver crecer su riqueza.

Los motivos de los administradores se pueden agrupar así:

- Para favorecer el crecimiento de la compañía, estando en función de estas remuneraciones, gratificaciones, situación y poder.
- Autorrealización, basado en desarrollar el talento administrativo.
- Para diversificar el riesgo, evitando así la bancarrota y ser adquirido por otra compañía. (seguridad de empleo)

La realización de estas motivaciones, lleva a los administradores a obtener beneficios intangibles, como poder y posición social.

Los motivos de los administradores se combinan con los de los dueños, con vistas a crear una ventaja competitiva sostenible, tomando en consideración, que una decisión de adquisición implica poner a disposición recursos y capacidades tangibles e intangibles congruentes que posibilitan la generación de valor, como tener una excelente comercialización e Investigación y Desarrollo.

“Existen tres modos de crear valor en las adquisiciones: *donador - receptor* donde se produce una transferencia de recursos y capacidades, *participativo* o intercambio de recursos y capacidades en doble sentido y el *coludido* que implica aglutinar activos estratégicos (poder de mercado y barreras de entrada, curva de experiencia)”³.

I.2. FACTORES DE ÉXITO Y FRACASO EN LAS ADQUISICIONES

En principio, adquirir una compañía es tener la expectativa de éxito, independientemente de cual sea el motivo de la adquisición.

Cada empresa en el plano individual reúne intereses de los dueños, administradores, clientes, proveedores y de la comunidad; por otro lado, existen organismos encargados de la supervisión de los procesos sobre fusiones, con la finalidad de garantizar los intereses de los consumidores y la comunidad.

El que una empresa alcance el éxito o fracase cuando adquiere o se fusiona con otra, desde la planeación, decisión e integración posterior a la compra, está determinado por factores como la cultura

organizacional, análisis financieros y estratégicos.

Estudios realizados recientemente sobre las causas de éxito y fracaso en las adquisiciones, determinaron que la *Cultura organizacional* o “patrón general de conducta, creencias y valores compartidos por los miembros de una organización”⁴, y la *Planeación*, son las que mas influyen, tal como lo muestra la tabla I.2.1.

**Tabla I.2.1. Causas de éxito y fracaso de las adquisiciones
Cooper y Librand (1993)⁵**

Causas de fracaso	%	Causas de Éxito	%
Actitudes de la administración de la Compañía Objetivo y diferencia cultural.	85	Planes detallados de integración posterior a la adquisición y velocidad en su implementación.	76
Falta de planeación sobre la integración después de la adquisición.	80	Claridad del propósito de la adquisición.	76
Falta de conocimiento de la industria o de la compañía objetivo.	45	Buen ajuste cultural	59
Administración deficiente de la compañía objetivo	45	Alto grado de cooperación de la administración de la compañía objetivo	47
Falta de experiencia previa en adquisiciones	30	Conocimiento de la compañía objetivo y de su industria	41

Cooper y Librand firma de Contabilidad y Auditoría, basaron su estudio en los ejecutivos de alto nivel de las 100 organizaciones más importantes del Reino Unido. ♦

A continuación se presentan los factores de éxito y fracaso que en la práctica sobre adquisiciones se dan a menudo:

I.2.1. Factores más comunes de éxito

- * Planes detallados de integración posterior a la adquisición: se deben definir los criterios y procedimientos en forma clara sobre el proceso de adquisición e integración posterior.
- * Propósito claro sobre la adquisición: el propósito de adquirir una compañía debe estar fundamentado en la estrategia empresarial.
- Adaptación de la cultura organizacional, es decir el proceso de integración del personal a la

³ Porter, Michael; *Competitive Advantage*, Free Press. 1985.

⁴ Harold Koontz y Heinz Weihrich, *Administración una perspectiva Global*, 11ª edición, Editorial McGraw Hill 1998, Pág. 779

⁵ P.S. Sudarsanam, *Obra citada* Pág. 231

♦ Reino Unido región formada por Inglaterra, Gales, Escocia e Irlanda

- nueva estructura administrativa y mística de trabajo.
- * Alto grado de cooperación de la administración de la compañía objetivo.
- * Conocimiento de la compañía objetivo y de la industria en la cual está inmersa.
- * Claridad en el concepto sobre creación de valor
- * La fase de integración debe contener la lógica de creación de valor, adecuándola a las características propias de la compañía adquirida.
- * Continuidad en el equipo que negocia y el que pone en práctica la fusión.
- * Capacidad del adquirente para modificar y adaptar el plan de integración.
- * Auditoría previa a la adquisición
- * Adquisición amistosa.
- * Honestidad en la comunicación y visión clara.
- * Reglamentación sobre el período de integración.

I.2.2. Factores más comunes de fracaso

- * Actitudes de los administradores, y diferencias en la cultura organizacional de la compañía adquirida
- * Falta de planeación sobre la integración posterior a la adquisición
- * Falta de conocimiento de la industria o de la compañía objetivo
- * Administración deficiente de la adquirente y falta de experiencia en Adquisiciones

En conclusión, la cultura organizacional es un aspecto de sumo interés. “La cultura se cita típicamente por los opositores de las fusiones y adquisiciones como el problema singular más grande en una fusión; este es el factor corporativo que con mayor frecuencia hace que tropiecen los negociadores y socava las mejores estrategias.”⁶ En los cambios que el adquirente ponga en práctica en la compañía objetivo, se deberá tomar en cuenta como estos influirán en la gente, el nivel de adaptación cultural, (bienestar psicológico y desempeño del individuo) evitando así que la cultura corporativa entre en conflicto.

⁶/ Sikora, Martín, Artículo: “Fusiones y Reestructuración” Revista Economía y empresa 1999.

II. LAS ADQUISICIONES EN EL AMBITO INTERNACIONAL

El fenómeno de las fusiones es un proceso lógico y coherente con la globalización internacional de los mercados, consecuencia de la liberalización y la eliminación de las barreras y fronteras económicas nacionales. A mercados más grandes, corresponde tener empresas más grandes y eficientes que compitan ventajosamente con las de otros países o áreas económicas.

Las fusiones empresariales han marcado los mayores niveles de inversión en regiones como los Estados Unidos de América, Reino Unido, Europa Occidental y Japón entre otros.

La historia sobre este fenómeno en las empresas ha seguido un patrón de oleadas, es decir, que han existido periodos de intensa actividad seguidos de otros de relativa tranquilidad; destaca la época de los 80's y 90's.

Existen factores económicos que han determinado el aumento de esta actividad:

- La integración económica de la Comunidad Europea.
- La globalización de las economías y del mercado, que ha generado aumento en la competencia y convergencia de necesidades, preferencias y gustos de los consumidores.
- El desarrollo de la tecnología.
- La privatización de las empresas estatales.

Una empresa que pretende expandirse hacia el extranjero puede tener las opciones siguientes:

- Exportación al mercado extranjero, por medio de contratos de distribución con una empresa del país al cual se exporta.
- Franquicias: concesión a una compañía extranjera para producir y distribuir los productos.
- Pequeñas inversiones exploratorias de "semillero" en instalaciones para la producción en otros países.
- Fusiones o adquisiciones de empresas
- Empresas de riesgo compartido o alianzas estratégicas. [^]

[^] Son convenios entre dos o más compañías que unen recursos específicos sobre objetivos también

- Inversiones Extranjeras Directas (IED); inversiones en un país extranjero que incluyen edificaciones, maquinaria, equipos, etc.

No obstante, los factores que han incidido positivamente en el volumen de adquisiciones, y la variedad de opciones que puede tener una empresa para expandirse en el extranjero, es fundamental considerar las barreras a dicha actividad: *estructurales* (estatutos, reglamentación e infraestructura), *técnicas* (administración), *de información* (contabilidad, accionistas, reglamentación), *culturales* (actitudes y sistemas de valores).

En este contexto, podemos citar la creación de regímenes antimonopolistas; en el Reino Unido existe la “**Monopolies And Merger Act**” (Ley de Monopolios y Fusiones), ejecutado por la **MONOPOLIES AND MERGER COMISIÓN (MMC)** (Comisión de Monopolios y Fusiones), orientada a mantener una competencia efectiva en la región; en la Unión Europea el “**Tratado de Roma**” establece los términos bajo los cuales debe mantenerse la competencia; en Estados Unidos la “**Ley Clayton**”, cuya finalidad es la de crear una mayor eficiencia sobre la reglamentación, prohíbe las adquisiciones que reducen sustancialmente la competencia o tienden a crear monopolios; sin embargo los mayores adquirentes y vendedores son los países que conforman la Unión Europea, seguida por los Estados Unidos y Reino Unido.

Se detallan a continuación las adquisiciones más importantes en términos económicos y de impacto en las industrias a la que pertenecen, en las regiones mencionadas anteriormente:

Europa: la fusión entre **PARIBAS** mayor banco de inversión de Francia y **SOCIETE GENERALE** red minorista interna, ha dado origen al segundo banco más grande de Europa, **SG PARIBAS**, con activos que llegan a US \$ 771,000 millones, solo debajo de **UBS** que es producto de la mega fusión entre **UNIÓN BANK OF SWITZERLANDS Y SWISS BANK CORP.**, dicha unión se dio mediante un intercambio de acciones; los adquiridos recibieron cinco acciones de **SG** por cada ocho de **PARIBAS**. **GINNESS PLC** y **GRAND METROPOLITAN PLC**, concretaron un acuerdo de US \$22,000 millones, que incluye intercambio de acciones; **BAT INDUSTRIES** con el **ZURICH GROUP**, en una operación de US \$18,300 millones mediante intercambio de acciones.

Recientemente se fusionaron las Bolsas de Valores de París, Ámsterdam y Bruselas, dando origen a **EURONEXT**, una de las mayores bolsas de la región europea.

Japón: Se crea uno de los más grandes bancos del mundo al unirse **DAI-ICHI**, **KANGYO BANK**, **INDUSTRIAL BANK OF JAPÁN** y **FUJI BANK** originando una institución financiera de US \$1.3 billones[♥] en activos.

Estados Unidos (E.U.): en el año 97 las compañías anunciaron 10,700 operaciones valoradas en US \$919,000 millones, esta cifra es un 47% mayor a la de 1996 (US \$626,000)

En 1998: en el Sector automotriz, el gigante alemán **DAIMLER-BENZ** y la americana **CHRYSLER** crearon **DAIMLER-CHRYSLER** en una operación valorada en US \$35,000 millones en acciones. En el sector financiero, la unión de **TRAVELERS GROUP**. y **CITICORP**. dio origen a la mayor empresa de servicios financieros del mundo **CITIGROUP**.

En el año 99, se realizaron fusiones como la de **AMERICAN ELECTRIC POWER CO. CENTRAL & SOUTH WEST CORP.** valorada en US \$6,600 millones, la mayor en el sector eléctrico de E.U. que incluyó intercambio de acciones. Posteriormente las más grandes adquisiciones sucedieron; **MCI COMUNICATIONS** fue adquirida por **WORLD COM**, por valor de US \$37,000 millones en acciones; **ASOCIATES FIRST** adquirió a **FORD SHAREHOLDER** en US \$17,600 millones en forma de escisión[♦]; **CORESTATES** a **FIRST UNIÓN**, por medio de intercambio de acciones valorado en US \$17,100 millones; **UNITED AIRLINES** a **US AIRWAYS**, originando la mayor aerolínea del mundo, con objetivos de expansión de servicios hacia América Latina; en el Sector de TV por cable **COMCAST CORP.** adquirió a **MEDIA ONE GROUP**. en una operación de US \$47,400 millones en acciones.

Al inicio del año 2000, **AMÉRICA ON LINE INC. (AOL)** adquirió a **TIME WARNER** en una transacción valorada en US \$156,000 Millones en acciones, **AOL** posee el 55% de la nueva corporación **AOL TIME WARNER**; **CHEVRON CORP.** a **TEXACO. INC.** por valor de US \$35,100 millones en acciones, mas una absorción de deuda de US \$8,000 millones, creando la cuarta mayor petrolera del mundo.

rutas de vuelo en Centroamérica.

♥ Un billón es igual a un millón de millones.

♦ Escisión: forma de cesión de activos y pasivos de una compañía para formar otra compañía independiente, mediante la emisión de acciones de la adquirida con base a prorrateo a favor de los accionistas de la adquirente. Tomado de Lawrence J. Gitman, obra citada Pág. 779.

Un aspecto importante que cabe resaltar, es que en los últimos años las adquisiciones involucran menos efectivo, la mayoría de operaciones se realizan mediante un intercambio de acciones, salidas a la bolsa y venta de títulos por parte de ejecutivos.⁷

Las adquisiciones Internacionales o transnacionales han sido motivadas por una variedad de consideraciones que trascienden a las del ámbito nacional, así mismo por factores como el ambiente político y económico, organizacional, cultural, legal, la reglamentación fiscal y normas contables.

América Latina: se ha convertido en los últimos años en la región con mayores IED, en su mayoría de capital europeo; en 1999 solo Brasil y Argentina percibieron US \$48,000 millones⁸.

El fenómeno sobre fusiones se ha fortalecido por el aumento significativo de la inversión extranjera directa.

No obstante, que, las compañías latinoamericanas incluidas las más grandes han estado bajo el control de grupos familiares, en el año 97 las fusiones y adquisiciones lograron una cifra record, alcanzaron casi US \$70,000 millones, ésta suma es casi el doble del valor registrado en el 96, que a su vez duplicó el del año anterior.⁹ En el primer semestre del 2000 sumaron US \$33,390 millones.¹⁰

Muchos son los factores que han determinado este auge, entre ellos la tendencia global de los conglomerados del sector privado a concentrarse en su rubro principal, y la tendencia regional a las privatizaciones, el “Efecto Tequila” de 1995 que ha jugado un papel importante, en el sentido de que las compañías agobiadas por deudas que no pudieron renegociarlas en los mercados internacionales, recurrieron a la venta de activos para escapar de la bancarrota.

Los planes de privatización en Brasil que se están concretando, le dará mayor impulso al actual auge de adquisiciones, dado que se han estimado ventas de activos de US \$60,000 millones en el último año.

⁷/ Sección The Wall Street Journal Américas, El Financiero de la Prensa Gráfica, del 12 abril 1998, pág. 12B.

⁸/ Fuente: Conferencia de las Naciones Unidas para el Comercio y Desarrollo, 2000

⁹/ Revista América Economía, Febrero 1998, pág. 58

¹⁰/ Revista El Financiero, LPG 12 de Julio 2000

III. LAS FUSIONES EN EL SALVADOR

La actividad sobre fusiones y/o adquisiciones en el mundo, ha tomado grandes proporciones en los últimos años, y nuestro país no es la excepción; el sector de las telecomunicaciones, ha demostrado ser el más prospero en la economía, debido a las fuertes inversiones y concentración de los grandes operadores (**TELEFÓNICA** de España, **TELMEX**, **FRANCE TELECOM** y la Sueca **MILLICOM**), seguido por el sector bancario y las grandes tiendas, en las cuales se han dado importantes adquisiciones que han fortalecido y consolidado a los adquirentes, tanto en posicionamiento como en expansión de mercado. El proceso sobre fusiones y adquisiciones ha cobrado suma importancia al grado que en nuestra legislación ya se incluye su regulación.[^]

III.1. ANALISIS RETROSPECTIVO

El proceso de consolidación de las empresas mediante fusiones y adquisiciones en el contexto internacional, ha impactado en la región Centroamericana, específicamente en nuestro país; la gran empresa internacional realiza inversiones directas y adquisiciones, dadas las opciones que existen para fortalecer y expandir su dominio en el mercado; las empresas nacionales también realizan adquisiciones y alianzas como alternativas estratégicas de inversión, para fortalecer su posición de mercado, y prepararse ante la inminente competencia extranjera.

El aspecto clave en términos de volumen de inversión y de crecimiento, es el proceso de privatización de los grandes monopolios estatales; un ejemplo lo constituye la adquisición de **CTE ANTEL** por **FRANCE TELECOM** de Francia.

En sectores económicos relativamente maduros como la banca, el comercio, la industria y los servicios, las adquisiciones son una actividad empresarial creciente.

Debido a factores como el proceso de globalización, regionalización del comercio, modernización y privatización de los servicios públicos, las compañías se unen con miras a no ser eliminadas, mantenerse o aumentar su posición competitiva en el mercado, así como también ser partícipe en la provisión de servicios básicos a la sociedad, adquiriendo instituciones públicas propuestas en el plan de

[^] **La Ley de Bancos** en el Art. 21 Incluye las Autorizaciones especiales para las fusiones bancarias

privatización del gobierno, permitiéndoles fortalecerse ante la competencia de la gran empresa extranjera.

La práctica de adquisiciones en el país, se ha desarrollado debido a la *presencia de Empresas Transnacionales (ETN)*, las cuales han realizado montos significativos de inversión; casos concretos lo constituyen el de **AHORROMET/SCOTIABANK**, la fusión de las **AFP's PORVENIR, MÁXIMA, y PREVISIÓN** que dio origen a **AFP CRECER**, en la que **BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA** tiene grandes aportes de capital, **C.T.E. ANTEL y FRANCE TELECOM**, la compañía francesa compro el 51% de las acciones, producto de un decreto legislativo que apoyo al proceso de privatización de esta entidad que proveía en forma monopolista servicios de comunicación, siendo su mayor éxito el acceso a un mercado insatisfecho y con posibilidad de expansión, permitiéndole la expansión, la diversificación y el ser concesionario de los servicios de comunicación a nivel nacional; también, debido a que algunas *empresas salvadoreñas han regionalizado sus operaciones*, el caso del **BANCO CUSCATLÁN** que provee sus servicios en Costa Rica, Guatemala y El Salvador; por ultimo, por *la tendencia de las empresas netamente salvadoreñas a fortalecerse y expandirse*, para lograr posicionarse de una mayor parte de mercado, especialmente en el sector bancario y las grandes Supermercados, como ejemplo podemos citar, la fusión del **BANCO SALVADOREÑO Y BANCASA**, y la compra de la **TAPACHULTECA** por **SUPERSELECTOS**.

En la mayoría de los casos las adquisiciones se han acordado en forma amistosa, lo que ha facilitado su concreción e integración posterior.

Las uniones empresariales en nuestro país han conducido a la consolidación y fortaleza de los sectores económicos y de las empresas; en la industria se ha logrado la integración de procesos y sistemas de producción, expansión y comercio de productos diversificados, caso de la fusión de las compañías **EUREKA y TECNOPLÁSTICOS**; en el sector financiero los grandes bancos se han fortalecido y ampliado su acción de mercado al adquirir a bancos pequeños; como ejemplo se citan la fusión del **BANCO AGRÍCOLA COMERCIAL** con el **BANCO DESARROLLO, BANCO DE COMERCIO** con **BANCO ATACATL, BANCO SALVADOREÑO** con **BANCASA**; cabe mencionar que estas uniones

se han concretado en su mayoría mediante intercambio de acciones.

III.2. EXPERIENCIAS RECIENTES

A continuación se exponen dos experiencias recientes que han sido tomadas como ejemplo del proceso de adquisiciones, en los cuales se visualiza y concreta la teoría expuesta sobre el tema en general, y la forma de pago que involucran en particular:

III.2.A. FUSIÓN DE BANCO DE COMERCIO (ADQUIRENTE) Y BANCO ATLACATL (ADQUIRIDO).

La operación fue aprobada en Julio de 1999, ejecutándose a partir de agosto del mismo año, con la conversión de todas las agencias de **BANCO ATLACATL (BA)** en **BANCO DE COMERCIO (BANCO)** como resultado de dicho acuerdo.

La empresa adquirente es el **BANCO** y la adquirida **BA**, la sociedad resultante conserva la denominación de la mayoritaria, **BANCO** absorbió los activos y pasivos (Derechos y obligaciones) de BA.

La fusión se dio en términos amistosos, es decir, ambos bancos decidieron por mutuo acuerdo realizar dicha operación, contando con la autorización y verificación de la Superintendencia del Sistema Financiero.

El anuncio anticipado de la operación generó confianza en los usuarios.

El capital accionario se formó mediante un cambio en las acciones actuales de los dos bancos, se hizo una nueva emisión por el total; con valor nominal de ¢100.00.

Con la fusión **BANCO** proyectó un crecimiento en su cartera de créditos y depósitos de 30%, lo que le permitiría un aumento en la participación de mercado.

Las estadísticas presentadas, revelan lo positivo que ha sido para los accionistas adquirentes; con la fusión han experimentado un aumento en el patrimonio de ¢160 millones, producto del nuevo valor de las acciones compradas.

BANCO ha mejorado su participación en el mercado de créditos y depósitos.

El índice de liquidez se ha mantenido en un nivel apropiado, tomando en cuenta que el BCR establece un mínimo de 17%.

Tabla III.2 Estadística de la Fusión del Banco de Comercio y Atlacatl

CONCEPTO	BANCO ATLACATL	BANCO DE COMERCIO			VARIAC
		SIN FUSION	FUSION	FUSION	%
	mar-99	mar-99	Dic-99	dic-00	
Número de acciones	1,100,000	1,650,000	3,603,600	3,603,600	
Total accionistas	1,285	1,347	2,554	2,487	-3
Patrimonio	¢128,779,570	¢385,778,450	¢675,006,000	¢686,479,690	2
Valor contable acciones	¢117.07	¢233.81	¢187.31	¢190.50	2
Valor nominal acciones	¢100.00	¢100.00	¢100	¢100.00	
Utilidades	¢1,044,000	¢9,973,000	¢30,160,000	¢33,095,000	9
Participación en mercado de créditos	2.74%	8.65%	10.98%	11.51%	0.53
Participación en mercado de depósitos	3.03%	8.55%	10.81%	10.88%	0.07
Liquidez	20.58%	21.46%	23.49%	22.78%	-0.71
Solvencia	8.32%	7.80%	9.14%	8.51%	0.63
Crecimiento anual Activos Totales	12.08%	9.73%	35.88%	6.20%	-29.68
Rentabilidad patrimonial	2.29%	0.75%	5.57%	4.90%	0.67
Rentabilidad de activos	0.19	0.06%	0.50%	0.47	-0.03

Los activos y el patrimonio aumentaron significativamente, lo que propició una baja en la rentabilidad de éstos, considerando que el banco líder del sector en el último año alcanzó una rentabilidad patrimonial de 13.18% y de activos de 1.77%.

La eficiencia administrativa se ha mantenido estable (existe una leve disminución), no obstante la proporción del crecimiento de los activos.

Los accionistas adquiridos también han ganado con la fusión, conservan una porción accionaria revaluada, y se mantienen dentro del negocio bancario.

III.2.B. BANCO AGRÍCOLA COMERCIAL (BA) ADQUIERE AL BANCO DESARROLLO (BD)

La operación fue acordada en febrero de 2000 y el 1 julio del mismo año se iniciaron las operaciones como una sola entidad, conservando la denominación de **BANCO AGRÍCOLA**, quien en este caso es el adquirente; se convierte en el más grande de Centroamérica, desaparece el nombre del **BANCO DESARROLLO**.

Las negociaciones se realizaron en el curso del año anterior, llegándose a un acuerdo de carácter amistoso, los dos cuerpos directivos acordaron los términos de la negociación.

Con respecto al capital accionario, los dueños del **BD** poseen aproximadamente el 20% de la nueva entidad.

El método de pago utilizado, fue la emisión de nuevas acciones por un monto equivalente al valor del **BD**.

La compañía **COINFIN**, que asesoró y evaluó la factibilidad de ambas empresas para fusionarse, consideró dicha negociación positiva, fundamentada en que permitiría mayor penetración en el mercado y más rentabilidad, a través de la reducción de costos de operación, y mejora en la eficiencia.

La tabla III.3 que se presenta a continuación, refleja el desempeño de la fusión a diciembre del 2000.

Esta operación ha alcanzado los objetivos de los adquirentes; ha permitido aumentar su participación en el mercado, aumentar las utilidades y los activos, mantener un nivel de liquidez y solvencia superior a la de sus competidores, y seguir siendo líder en sector financiero nacional y centroamericano.

Los beneficios obtenidos por los accionistas adquiridos son:

- 1) Poseen una porción accionaria del 20% revaluada;
- 2) Permanencia en el negocio en una entidad rentable, sólida y con perspectivas para el futuro.

CONCEPTO	BANCO DESARROLLO	BANCO AGRICOLA		VARIACION %
		SIN FUSION	FUSION	
	1999	1999	2000	
Numero de acciones	3,200,000	3,564,000	10,622,000	66.45
Total accionistas	880	3,446	5,454	36.82
Patrimonio	410,675,000	1,148,575,000	1,867,152,520	38.49
Valor contable de las acciones	128.34	322.27	175.78	-45.46
Valor nominal	100.00	100.00	100.00	
Utilidades	6,722,000	182,003,000	209,133,000	13
Depósitos	4,094.50	12,656	16,886	25.06
Cartera de Préstamos*	3,511	9,754	13,077	25.42
Participación en mercado de créditos	7.52%	21.10%	28.28%	7.18
Participación en mercado de depósitos	7.94%	24.54%	31.18%	6.64
Liquidez	22.31	35.23	34.48	-0.75
Solvencia	7.72	7.06	8.43	1.37
Crecimiento anual Activos Totales	7.81	10.77	39.19	28.42
Rentabilidad patrimonial	1.74	17.17	13.18	-3.99
Rentabilidad de los activos	0.14	1.31	1.77	0.46

Un aspecto negativo de las fusiones en el sector financiero, es la destrucción de aproximadamente mil plazas de trabajo en la Banca comercial.

Lo común de las fusiones expuestas, es el hecho de que se realizan a través de intercambio de acciones (stock swap) o trueque financiero de acciones.

III.3. MOTIVOS Y CONDICIONES DE LAS EMPRESAS SALVADOREÑAS PARA FUSIONARSE.

En El Salvador al igual que en el ámbito internacional, los motivos para fusionarse son comunes, y aun más las condiciones críticas para que una fusión sea exitosa.

Los motivos que han llevado a las empresas a fusionarse en nuestro país son variados; obtener economías de escala, basados en el principio “*el tamaño sí importa*” caso de **EUREKA Y TECNOPLÁSTICOS**, a través de la reducción de costos unitarios de producción; crecer más rápido para ganar participación en el mercado, conquistar nuevos segmentos, adquirir nuevos canales de distribución, acceder a nuevas tecnologías caso de **CTE-ANTEL** con **FRACE TELECOM**, y mejorar las fuerzas de venta entre otros.

La consideración sobre el recurso humano es fundamental, por el hecho de ser el elemento que hace dinámica la actividad empresarial, y en cuyas manos está el éxito de una unión entre empresas; así una de las condiciones para que una fusión tenga grandes posibilidades de ser exitosa, es que exista entre ellas una cultura corporativa similar o compatible, como también estrategias de negocios congruentes, recursos complementarios (sinergias), sistemas de informática –si no compatibles – por lo menos flexibles a la adaptación, con la posibilidad de lograr ahorros futuros a través de la eliminación de estructuras duplicadas o traslape de funciones.

III.4. PERSPECTIVAS

En los últimos años la economía del país experimentó una disminución sensible en el nivel de actividad económica; la baja inversión pública y privada, los dos períodos electorales consecutivos, crearon expectativas no muy alentadoras a los inversionistas nacionales y extranjeros, a esto aunado los cataclismos, que han obligado la reorientación del gasto público y privado, generándose grandes pérdidas en el comercio y la industria.

No obstante lo anterior, el sector bancario registró en promedio utilidades del 12% en el año 99, y de 10% en el 2000; otros sectores como el de las telecomunicaciones se posicionaron y ampliaron su mercado, consolidando y transformando estas industrias, que actualmente lideran la economía salvadoreña

Las proyecciones para los próximos años indican, que el nivel de actividad económica crecerá, dado que se prevé una mayor participación de la inversión extranjera, y la puesta en marcha de los tratados de libre comercio.

Fusionarse es una de las opciones que las empresas salvadoreñas eligen para ser competitivas y mantenerse en el mercado, tomando en cuenta que estamos dentro de un proceso de globalización de las economías, que pretende la apertura de las fronteras, eliminando las barreras al comercio internacional y a las inversiones (libre movilidad de capitales).

Actualmente existen empresas internacionales que tienen una aportación importante de capital en las Administradoras de fondos de pensión, en el sector de las Telecomunicaciones y algunos bancos; esto ha propiciado fusiones en nuestro país; un caso concreto lo constituye la unión del **BANCO BILBAO VIZCAYA** y **ARGENTARIA** de España, que originó la fusión entre las **AFP'S PREVISIÓN, MÁXIMA** y **PORVENIR**, en las cuales las primeras tienen grandes aportaciones de capital.

Todo fenómeno en el mundo que involucra aspectos económicos y financieros, como en el caso de las fusiones, genera efectos en la economía interna; así las empresas que forman los sectores más sensibles a dicho fenómeno, tendrán que adecuarse para poder permanecer y crecer en el mercado.

IV. FORMAS DE PAGO: "EFECTIVO O ACCIONES" EN LAS FUSIONES Y/O ADQUISICIONES:

Las enormes cantidades de capital que se invierten y transfieren, y la sub-secuente transformación de las empresas e industrias como producto de las adquisiciones, resaltan la importancia de su estudio.

En este apartado se realiza un análisis de las implicaciones que origina la elección de la forma de pago: *efectivo o acciones*, como aspecto trascendental en las negociaciones.

Las principales Formas de pago son¹¹:

Forma de pago	Concepto
<i>Pago en efectivo</i>	Dinero en efectivo a cambio de las acciones
<i>Intercambio de acciones</i>	Un número específico de las acciones del comprador por cada acción de la compañía objetivo. (Razón de intercambio)
<i>Oferta de acciones y suscripción de pago al contado</i>	Acciones del comprador, que posteriormente vende al contado a un banco de inversión
<i>Valores de Deuda</i>	Valores de deuda u obligaciones quirografarias a cambio de sus acciones
<i>Valores de deuda o acciones preferentes</i>	Valores de deuda, o acciones preferentes convertibles en acciones ordinarias a una tasa predeterminada de conversión en período especificado.

Lo sorprendente de las adquisiciones en los 90's (período de mayor auge en esta actividad), es la forma de pago que involucran. "Como referencia en 1988 cerca del 60% del valor de las grandes transacciones -aquellas de más de \$100 millones de dólares- fueron pagadas totalmente en efectivo, y menos del 2% fueron canceladas en acciones. Diez años más tarde este perfil se ha revertido: 50% del valor de las grandes transacciones en 1998 fue pagado totalmente en acciones, y solamente un 17% en efectivo"¹².

Este cambio tiene profundas implicaciones, tanto para los accionistas de las compañías adquirentes, como de las adquiridas.

En una transacción en efectivo, los roles de los dos grupos son específicos y transparentes, y el intercambio de dinero por acciones constituye una simple transferencia de propiedad.

En un intercambio de acciones, se vuelve menos claro quien es el comprador y quien es el vendedor; en algunos casos los accionistas de la compañía adquirida pueden terminar poseyendo la mayor parte de la compañía que compró sus acciones. Las compañías que pagan las adquisiciones con acciones,

¹¹/ P.S. Sudarsanam, Obra citada Pág. 177.

¹² Alfred Rappaport and Mark L. Sirower, Stock or Cash? The Trade Off for Buyers and Sellers en

comparten el valor y los riesgos de la transacción con los accionistas de la compañía que han adquirido. En relación con los dividendos de los accionistas, estudios realizados en casos que cubren más de 1,200 transacciones importantes¹³, los investigadores han encontrado de forma consistente, que al momento del anuncio a los accionistas de las compañías adquiridas con acciones les ha ido peor que en las transacciones en efectivo; los resultados también muestran que las diferencias de desempeño tempranas entre transacciones en efectivo y transacciones en acciones, llegan a ser mucho más grandes a lo largo del tiempo.

Así entonces, una compañía que este considerando efectuar -o aceptar- una oferta mediante un intercambio de acciones, deberá estar clara que la valuación de la compañía en juego llega a ser solo uno de varios factores a considerar.

IV.1. DIFERENCIA ENTRE INTERCAMBIO DE ACCIONES Y PAGO EN EFECTIVO:

La diferencia consiste fundamentalmente, en que en las transacciones mediante efectivo, los accionistas adquirentes toman el riesgo completo de que las expectativas implícitas en el premio pagado no se materialicen; en cambio en las adquisiciones con acciones el riesgo es compartido con los vendedores de las acciones, en proporción al porcentaje de la compañía combinada que los accionistas van a poseer.

La ganancia neta esperada que proviene de una adquisición es llamada *Valor Agregado del Accionista* (VAA), que es la diferencia entre el valor estimado de las sinergias de la adquisición y la ganancia de la adquisición.

Cuando se ha tomado una decisión sobre una oferta mediante intercambio de acciones, se puede estructurar de dos maneras, y la decisión de una u otra tiene impacto significativo sobre el riesgo entre los dos juegos de accionistas.

Las compañías pueden emitir un *número fijo de acciones*, o un *valor fijo en acciones*.

Acciones fijas, significa emisión de una cantidad específica de acciones, aquí el valor del negocio puede fluctuar entre el anuncio de la oferta y la fecha en que se cierra, dependiendo del poder adquisitivo del

Merger and Acquisitions, Harvard Business Review, Noviembre- Diciembre 1999.
¹³/Alfred Rappaport, Obra citada, Pág. N° 1.

cliente sobre el precio de la acción; tanto el comprador como el vendedor de las acciones son afectados por esos cambios en el precio sin que esto altere la tenencia proporcional de los accionistas, dicho de otro modo en una compañía combinada, los intereses de los dos juegos de accionistas en términos de valor no cambia a pesar de que el Valor Agregado Actual de las Acciones pueda resultar diferente a los esperados; así también, los accionistas de la compañía comprada están vulnerables a una caída de precios de las acciones de la compañía compradora, dado que comparten el riesgo del precio desde que ha iniciado la negociación.

Para el caso del *valor fijo en acciones*, la compañía inversionista asume todo el riesgo del precio sobre sus acciones desde el inicio hasta la fecha de cierre; si el precio de la acción cae, el interesado debe emitir acciones adicionales para pagar a los vendedores el valor fijado contractual, y tienen que aceptar una posición más baja en la compañía combinada, además de que el valor agregado de la acción cae en una misma proporción. Sin embargo las compañías raramente incorporan este significativo riesgo entre los cálculos del valor agregado de acciones, concientes de que el precio de la acción del inversionista baja en la mayoría de los casos.

Los accionistas vendedores no sufren ningún riesgo porque las acciones que recibirán no tienen incorporado ninguna especulación en su precio. La pérdida en el precio de una acción está garantizada por la emisión y venta de acciones extras.

Si después del cierre de la negociación el mercado revalúa la inversión y el precio del título valor de la compañía compradora sube, los accionistas de la compañía vendedora gozarán de ingresos altos debido al porcentaje elevado de ellos en la compañía combinada; pero si el precio de la acción de la compañía compradora continúa deteriorándose después de la fecha de cierre, los accionistas de la compañía vendedora asumirán un mayor porcentaje de la pérdida.

IV.2. CONSIDERACIONES PARA LA ELECCIÓN DE LA FORMA DE PAGO:

En la decisión de elegir la forma de pago al adquirir una compañía, se deberá considerar:

1. Si las acciones de la empresa adquirente son justamente valuadas o sobrevaluadas
2. Cual es el riesgo de la sinergia y pago de la prima por dicho riesgo.

3. Que tan probable es que el valor de las acciones de la compañía adquirente caerá antes del cierre de la negociación.

Las respuestas a estas preguntas, deben guiar la decisión entre oferta de acción fija y un valor fijo; analicemos cada respuesta al respecto:

- **Valoración de las acciones adquirentes:**

Si el adquirente cree que el mercado esta subvaluando sus acciones, no debería dar salida a una acción para financiar una transacción, porque de ser así, penalizaría a los accionistas comunes.

Generalmente, el mercado toma la emisión de acciones de una compañía como un signo de que la administración las está sobrevaluando. Así cuando la gerencia escoge usar acciones para financiar una adquisición, hay muchas razones para esperar que bajen de precio.

Esto puede causar que una compañía pague más de lo que pretende, y en algunos casos pagar más de lo que vale la adquisición.

Si el Directorio de una compañía adquirente cree que el mercado subvalúa sus acciones significativamente, su curso lógico es proceder con una oferta en efectivo, si tiene la capacidad de hacerlo.

- **Sinergia del riesgo:**

La decisión de usar acciones o efectivo, envía señales acerca del riesgo de fallar al llevar acabo la sinergia esperada del negocio. Un adquirente realmente confiable esperará pagar en efectivo la adquisición, a fin de que sus accionistas no tengan que ceder algunas de sus ganancias emergentes anticipadas para los accionistas de la compañía adquirida. Pero si adquirente cree que el riesgo de no llevar a cabo el nivel requerido de sinergia es substancial, tratará de cercar sus apuestas por las acciones ofertadas, mediante la disolución de los intereses propiedad de la compañía, también limitaran su participación en alguna pérdida en que se incurra antes o después que se lleva acabo la negociación.

El mercado da sus propias conclusiones; investigaciones realizadas al respecto, muestran que el mercado reacciona significativamente más favorablemente a anuncios de transacciones en efectivo, que a negociaciones mediante acciones.

La oferta mediante acciones envía dos señales poderosas al mercado: que las acciones del adquirente están sobrevaluadas, y que su Directorio carece de confiabilidad en la adquisición; una compañía que confía plenamente en que la adquisición sea exitosa, y cree que sus propias acciones son subvaluadas, debería siempre proceder con una oferta en efectivo.

Una oferta en efectivo, resuelve el problema de valuación para el adquirente que cree que esta subvaluado, también para el vendedor incierto de los verdaderos valores de la compañía adquirente. Para una compañía que no cuente con suficientes recursos en efectivo, o capacidad de deuda para hacer una oferta en efectivo, su decisión es mucho menos clara, y deberá juzgar si los costos adicionales asociados con las acciones subvaluadas todavía justifican la adquisición.

- **Riesgo antes del cierre de la negociación:**

Una compañía que ha determinado proceder con una oferta de acciones, tiene todavía que decidir como estructurarla. Esa decisión depende de un asentamiento del riesgo, es decir que el precio de las acciones de la compañía adquirente disminuya entre el anuncio de la negociación y su cierre.

- **Efectos fiscales en las adquisiciones.**

Los adquirentes deben considerar los efectos fiscales de las formas de pago por una adquisición; obligaciones tributarias por la obtención de ganancias de capital, el Impuesto sobre la renta de los dividendos, o los intereses después de la adquisición.

Los accionistas adquiridos que han aceptado pago al contado por sus acciones, se convierten inmediatamente en sujetos de impuesto sobre ganancias de capital; si han aceptado acciones, experimentarán un diferimiento en pago de dicho impuesto, hasta que dispongan de sus acciones producto de la compensación.

IV.3. UN ADQUIRENTE MUY SEGURO ESPERARÍA PAGAR EFECTIVO POR LAS ADQUISICIONES.

Las investigaciones, muestran que el mercado responde más favorablemente cuando el adquirente demuestra su confianza en el valor de sus acciones, asumiendo más riesgo antes del cierre de la

negociación¹⁴.

Una oferta de porción fija, no es un signo seguro para el vendedor, ya que la compensación disminuye si el valor de las acciones del adquirente cae. Por consiguiente, el enfoque de porción fija o fijada debería ser aceptada solamente si el riesgo antes del cierre del mercado es relativamente bajo, eso será lo más probable (aunque no necesariamente), en el caso de que las compañías adquirente y adquirida estén en la misma industria o en industrias relacionadas.

Las fuerzas económicas comunes gobiernan los precios de las acciones de ambas compañías, por lo tanto la tasa negociada de cambio es más probable que sea más equitativa al cierre.

Existen formas de que una compañía adquirente estructure una oferta de porción fija, sin enviar señales al mercado de que sus acciones están sobrevaluadas, ésta puede proteger al vendedor contra una caída en el precio, garantizando un piso o precio mínimo base (los adquirentes que ofrecen dicho precio básicamente también insisten en un tope sobre el valor total de las acciones distribuidas a los vendedores), en esta situación no solamente vende el riesgo antes del cierre de mercado sino que también disminuye la probabilidad de que la junta del vendedor rechazara el trato, o que sus accionistas no aprobaran la transacción.

Una señal más segura es dada por una oferta de valor fijo, en la cual a los vendedores se les asegura un valor de mercado estipulado, mientras los adquirentes asumen el costo total de cualquier decline en su precio por acción antes del cierre.

Si el mercado cree en los méritos de la oferta, entonces el precio de las acciones adquirentes podría subir permitiéndole emitir menos acciones para los accionistas vendedores, los adquirentes en ese caso, retendrían una porción más grande de la negociación; un tope asegura que sus intereses no serán diluidos severamente si el precio por acción cae antes de que se cierre el trato, un piso garantiza a los accionistas vendedores un número mínimo de acciones y un nivel mínimo de participación con la expectativa de aumentarlo.

En el caso de una oferta en efectivo, la junta de la compañía vendedora enfrenta una tarea medianamente directa, solo tiene que comparar el valor de la compañía como un negocio independiente contra el precio ofrecido; el único riesgo es que podría mantenerse.

¹⁴ / Alfred Rappaport, Obra citada, Pág N° 10.

Sin embargo al final, no importa como es efectuada una oferta de capital, los accionistas vendedores nunca deberán asumir que el valor anunciado es el valor que ellos realizarán antes o después de cerrar; vender rápidamente puede limitar la exposición, dado que las acciones de las compañías objetivo casi invariablemente se transan abajo del precio de oferta durante el período de pre-cierre.

V. CONCLUSIONES

1. Las entidades fusionadas son siempre mayores, pero no necesariamente más rentables que las no fusionadas, sin embargo, son evidentes las ventajas que ofrecen; producen un cambio de dimensión, posibilitan el acceso a nuevas oportunidades de negocio, permiten la reducción de costos de operación, son la justificación necesaria para iniciar procesos de reestructuración interna, y la estrategia para enfrentar los nuevos desafíos del mercado.
2. Cuando los dirigentes de las empresas anuncian fusiones, destacan su visión de ser líderes, o ser la más grande, y los ahorros por la reducción de costos; pero no plantean la reducción de los precios de los bienes y servicios ofrecidos, que, en una economía competitiva debería producirse como consecuencia de la reducción de los costos; de esta forma se aumentaría la renta real de los consumidores y, por tanto, la demanda de los bienes y servicios ofrecidos.
3. Las adquisiciones, han tomado mayor relevancia internacional, debido al proceso de globalización de las economías, y la disminución acelerada de las barreras al comercio internacional y a las inversiones; todas las naciones y sectores económicos han experimentado este fenómeno, que ha posibilitado su expansión y desarrollo, tanto a nivel regional como mundial, ofreciendo productos y servicios globales para consumidores también globales.
4. Una *acción* genera valor a su propietario, cuando la rentabilidad obtenida es mayor que el costo de oportunidad de invertir en títulos de riesgo similar, o si el precio de la acción en el mercado se ve incrementado.

5. En las adquisiciones, la forma de pago en efectivo es preferido a una oferta en acciones, en consideración a los riesgos y especulaciones que este último implica. Cuando los mercados están a la alza se prefieren las ofertas mediante intercambio de acciones. Independientemente de la forma de pago, en la mayoría de casos los seguros ganadores son los accionistas adquiridos.

6. Un intercambio de acciones, en contraste con un pago en efectivo o una adquisición Apalancada (uso de deuda para realizar una adquisición), tiene su propio costo, dado que la base ampliada de accionistas llevará a una disminución de la utilidad por acción en el período de la integración y en los posteriores, al no cumplirse con el objetivo de generación de valor basado en la eficiencia y rentabilidad.

BIBLIOGRAFIA

1. **Brealey, Richard A. y Myer, Stewart.**
“Principios de Finanzas Corporativas”
Editorial Mc. Graw Hill, Cuarta Edición, 1,996
2. **Gitman, Lawrence J.**
“Administración Financiera Básica”
Editorial Harla, Tercera Edición, 1,996.
3. **Mintzberg, Henry y otros.**
“El proceso Estratégico”
Editorial Prentice Hall, Primera Edición, 1,997.
4. **Sudarsanam, P.S.**
“La esencia de las Fusiones y Adquisiciones”
Editorial Prentice Hall, Primera Edición, 1,996.
5. **“América Economía”** (Revista), Ediciones varias del año 1,998 y 1,999
6. **“Estrategia y Negocios”** (Revista), Edición de Nov. Y Dic. 1,999
7. **“El Financiero”**, La Prensa Gráfica, ediciones varias de 1,997 a 1,999.
8. **“Statcal Office Bulletin” de Londres**, Mayo de 1,993
9. **Steve R. Foerster y Dominique Fortier.**
Note on Mergers and Acquisitions and Valuation, 1999
10. **Fumio Kodama**
Technology Fusión and the New R&D, 1999
11. **Mary E. Barth; Dale O. Coxe.**
AT&T’s Acquisition of NCR, 1999
12. **Alfred Rappaport and Mark L. Sirower,**
Stock or Cash? The Trade-Offs for Buyers and Sellers in Merger and
Acquisitions, Harvard Business Review, Noviembre - Diciembre 1999.
13. **Artículos varios**, Fusiones y Adquisiciones, 1,999 y 2000 y 2001.