

**UNIVERSIDAD PANAMERICANA**

**ESCUELA DE INGENIERIA**

Con estudios incorporados a la  
Secretaría de Educación Pública

**“CONTROL CORPORATIVO EN LAS FUSIONES Y  
ADQUISICIONES DE EMPRESAS”**

**T E S I S**

QUE PARA OBTENER EL TÍTULO DE  
**MAESTRÍA EN DIRECCIÓN DE OPERACIONES**

**P R E S E N T A**

**JOSÉ GUILLERMO GÓMEZ TORRES**

**DIRECTOR DE TESIS:**

**FRANCISCO ORTIZ ARANGO**

## **AGRADECIMIENTOS**

Es particularmente importante para mí agradecer a aquellas personas e instituciones que generosamente han colaborado con este esfuerzo. No sólo desde lo intelectual, sino especialmente brindando apoyo afectivo y emocional, por medio de su amistad que ha impulsado durante mucho tiempo este trabajo.

A mi familia y amigos, núcleo donde me he formado y con quienes he convivido y compartido innumerables experiencias.

A todos mis profesores, de quienes he aprendido mucho. Y en particular a mi director de tesis, Francisco Ortiz Arango quien sin su orientación y dirección no hubiera sido posible este trabajo.

A la Universidad Panamericana y al Instituto Panamericano de Alta Dirección de Empresa, instituciones que me han dado la oportunidad para desarrollarme en todos mis aspectos estos últimos años.

# ÍNDICE

|  |           |
|--|-----------|
| <b>INTRODUCCIÓN .....</b>  | <b>6</b>  |
| <b>Antecedentes y Justificación .....</b>  | <b>6</b>  |
| <b>Objetivo .....</b>  | <b>8</b>  |
| <b>Referencias.....</b>  | <b>8</b>  |
| <b>CAPÍTULO 1. INTRODUCCIÓN A FUSIONES Y ADQUISICIONES .....</b>                   | <b>9</b>  |
| <b>1.1 Fusiones y Adquisiciones, M&amp;A .....</b>                                 | <b>9</b>  |
| <b>1.2 Fusiones .....</b>  | <b>10</b> |
| <b>1.3 Adquisiciones .....</b>   | <b>10</b> |
| 1.3.1 Toma hostil.....   | 11        |
| 1.3.2 Prácticas de toma hostil .....   | 11        |
| <b>1.4 Similitudes y diferencias entre M&amp;A.....</b>                            | <b>15</b> |
| <b>1.5 Tipos de M&amp;A según clasificación .....</b>                              | <b>16</b> |
| 1.5.1 Según el impacto en el precio de la acción .....                             | 16        |
| 1.5.2 De acuerdo a cómo es financiada la transacción .....                         | 17        |
| 1.5.3 Otros motivos que no agregan valor a los accionistas son los siguientes..... | 17        |
| <b>1.6 Implicaciones de las M&amp;A .....</b>                                      | <b>17</b> |
| <b>1.7 Otras estrategias corporativas.....</b>                                     | <b>19</b> |
| 1.7.1 Estrategias de expansión.....  | 19        |
| 1.7.1.1 Alianzas estratégicas.....   | 19        |
| 1.7.1.2 Joint Ventures.....  | 20        |
| 1.7.1.3 Cuadro resumen .....   | 20        |
| 1.7.2 Estrategias de contracción .....   | 22        |
| 1.7.2.1 Desinversión (sell-off).....   | 22        |
| 1.7.2.2 División de capital (equity carve-out).....                                | 23        |
| 1.7.2.3 Separación de una subsidiaria o división de una empresa (spin-off) .....   | 23        |
| 1.7.2.4 Acciones de seguimiento (tracking stocks).....                             | 24        |
| 1.7.2.5 Cuadro resumen .....   | 25        |
| <b>1.8 Conclusiones.....</b>   | <b>26</b> |
| <b>Referencias.....</b>  | <b>26</b> |
| <b>CAPÍTULO 2. ¿CÓMO SE LLEVAN A CABO LAS M&amp;A? .....</b>                       | <b>27</b> |
| <b>2.1 Definición de objetivos .....</b>   | <b>27</b> |
| 2.1.1 Consideraciones previas.....   | 27        |
| <b>2.2 Selección de candidatos .....</b>   | <b>28</b> |
| <b>2.3 Valuación de la empresa objetivo.....</b>                                   | <b>28</b> |
| 2.3.1 Tipos de empresas.....   | 29        |
| 2.3.2 Métodos de valuación .....   | 30        |
| <b>2.4 Anuncio de la empresa adquirente .....</b>                                  | <b>31</b> |
| <b>2.5 Oferta de la empresa adquirente.....</b>                                    | <b>33</b> |
| 2.5.1 Mecanismos de protección .....   | 33        |
| <b>2.6 Respuesta de la empresa objetivo .....</b>                                  | <b>34</b> |

|  |   |           |
|--|---|-----------|
| <b>2.7</b>   | <b>Cierre de la transacción</b> .....                                       | <b>35</b> |
| <b>2.8</b>   | <b>Comunicación de la transacción</b> .....                                 | <b>35</b> |
| 2.8.1  | ¿Cómo establecer una comunicación exitosa? .....                            | 36        |
| 2.8.2  | Retos de la comunicación.....   | 37        |
| <b>2.9</b>   | <b>Integración posterior a la transacción</b> .....                         | <b>38</b> |
| <b>2.10</b>  | <b>Actores que intervienen en la M&amp;A</b> .....                          | <b>39</b> |
| <b>2.11</b>  | <b>Conclusiones</b> .....   | <b>39</b> |
|  | <b>Referencias</b> .....  | <b>39</b> |
| <b>CAPÍTULO 3. MERCADO DE CONTROL CORPORATIVO</b> .....        |   | <b>41</b> |
| <b>3.1</b>   | <b>Justificación</b> .....  | <b>41</b> |
| <b>3.2</b>   | <b>Definición</b> .....   | <b>43</b> |
| 3.2.1  | ¿Cuándo se da el mercado de control corporativo? .....                      | 44        |
| 3.2.2  | Objetivos del mercado de control corporativo .....                          | 45        |
| <b>3.3</b>   | <b>Mecanismos de control corporativo</b> .....                              | <b>45</b> |
| 3.3.1  | Mecanismos externos .....   | 45        |
| 3.3.2  | Mecanismos internos .....   | 47        |
| <b>3.4</b>   | <b>Implicaciones en el mercado de control corporativo</b> .....             | <b>48</b> |
| <b>3.5</b>   | <b>Mercado de control corporativo en las fusiones y adquisiciones</b> ..... | <b>50</b> |
| 3.5.1  | En las fusiones .....   | 50        |
| 3.5.2  | En las adquisiciones.....   | 51        |
| <b>3.6</b>   | <b>Conclusiones</b> .....   | <b>51</b> |
|  | <b>Referencias</b> .....  | <b>52</b> |
| <b>CAPÍTULO 4. CASO PRÁCTICO: M&amp;A FEMSA-HEINEKEN</b> ..... |   | <b>53</b> |
| <b>4.1</b>   | <b>Consideraciones previas para una M&amp;A</b> .....                       | <b>54</b> |
| 4.1.1  | Entorno de la industria cervecera .....                                     | 54        |
| 4.1.1.1  | <i>En el mundo</i> .....  | 54        |
| 4.1.1.2  | <i>En México</i> .....  | 55        |
| 4.1.1.3  | <i>Mapa corporativo</i> .....   | 55        |
| 4.1.2  | Heineken .....  | 56        |
| 4.1.2.1  | <i>Historia</i> .....   | 56        |
| 4.1.2.2  | <i>Propiedad</i> .....  | 57        |
| 4.1.2.3  | <i>Dirección</i> .....  | 57        |
| 4.1.2.4  | <i>Resultados</i> .....   | 58        |
| 4.1.3  | FEMSA .....   | 58        |
| 4.1.3.1  | <i>Historia</i> .....   | 59        |
| 4.1.3.2  | <i>Estructura corporativa</i> .....   | 59        |
| 4.1.3.3  | <i>Consejo de administración y dirección general</i> .....                  | 59        |
| 4.1.3.4  | <i>Resultados</i> .....   | 60        |
| <b>4.2</b>   | <b>Selección de candidatos para la M&amp;A</b> .....                        | <b>60</b> |
| 4.2.1  | Ofertas.....  | 60        |
| 4.2.2  | ¿Por qué Heineken? .....  | 61        |
| 4.2.3  | Objetivos .....   | 62        |
| 4.2.3.1  | <i>De Heineken</i> .....  | 62        |
| 4.2.3.2  | <i>De FEMSA</i> .....   | 63        |

|   |  |           |
|---|--|-----------|
| 4.2.4   | Valuación.....                                       | 63        |
| 4.2.5   | Actores que intervinieron .....                      | 63        |
| <b>4.3</b>                                    | <b>Cierre de la transacción.....</b>                 | <b>63</b> |
| 4.3.1   | Aprobación de organismos regulatorios.....           | 63        |
| 4.3.2   | Aprobación de ambas empresas .....                   | 64        |
| <b>4.4</b>                                    | <b>Integración posterior .....</b>                   | <b>64</b> |
| 4.4.1   | En puestos directivos .....                          | 64        |
| 4.4.2   | Ahorros.....   | 65        |
| 4.4.3   | Personal.....  | 65        |
| <b>4.5</b>                                    | <b>¿Fusión o adquisición? .....</b>                  | <b>65</b> |
| 4.5.1   | Tipo de M&A .....                                    | 65        |
| 4.5.2   | Según el impacto en el precio de la acción .....     | 66        |
| 4.5.3   | De acuerdo a cómo es financiada la transacción ..... | 69        |
| 4.5.4   | Como estrategia de contracción .....                 | 70        |
| <b>4.6</b>                                    | <b>Conclusiones.....</b>                             | <b>70</b> |
|   | <b>Referencias.....</b>                              | <b>71</b> |
| <b>CONCLUSIONES .....</b>                     |  | <b>72</b> |
| <b>ANEXO 1. HISTORIA DE LAS M&amp;A .....</b> |  | <b>75</b> |
| 1.1   | Primera ola, 1897-1904 .....                         | 75        |
| 1.2   | Segunda ola, 1916-1929 .....                         | 76        |
| 1.3   | Tercera ola, 1965-1969.....                          | 77        |
| 1.4   | Cuarta ola, 1981-1989 .....                          | 77        |
| 1.5   | Quinta ola, 1992-2000.....                           | 79        |
|   | Referencias.....                                     | 79        |
| <b>ANEXO 2. ENTORNO DE LAS M&amp;A .....</b>  |  | <b>80</b> |
| 2.1   | A nivel internacional .....                          | 80        |
| 2.2   | En México y América Latina.....                      | 83        |
|   | Referencias.....                                     | 85        |

# INTRODUCCIÓN

## Antecedentes y Justificación

En la actualidad, las empresas están inmersas en un mercado más competitivo y globalizado. Es por ello que están optando por estrategias que les ayuden a diferenciarse de sus competidores, para generar más valor agregado.

En los últimos años ha habido una oleada creciente de fusiones y adquisiciones<sup>1</sup> (*Mergers and acquisitions, M&A*) en todo el mundo, empezando por las economías desarrolladas de Estados Unidos y Europa, y paulatinamente está alcanzando a México. Esta tendencia se da con el fin de consolidar operaciones, acceder a otros mercados y compartir conocimientos y tecnologías. En comparación con las décadas anteriores<sup>2</sup>, el valor de las operaciones entre empresas está aumentando considerablemente. (Campa, J. M.; 2008)

Los factores que han influido a acelerar las M&A entre empresas pueden ser de dos tipos: (Campa, J. M.; 2008)

- Coyunturales: Combinación de factores y circunstancias, como los ciclos económicos y bursátiles, un cambio de gobierno, una guerra, un desastre natural, etc.
- Estructurales: Sistema de elementos relacionados e interdependientes entre sí, como la interdependencia de los mercados, el desarrollo de la tecnología, el aumento del *outsourcing*, la globalización, entre otros.

La región de América Latina<sup>3</sup>, incluyendo a México, está empezando a tener mayor actividad de M&A en algunas industrias entre empresas nacionales y transfronterizas. Cada vez son más los casos de este tipo de estrategias entre empresas, lo que está ocasionado que el mapa corporativo del país cambie. Enumero algunas de las transacciones más importantes en el país:

- En el sector financiero, bancos mexicanos han sido adquiridos por bancos estadounidenses (Banamex-Citigroup), canadienses (Scotiabank-Inverlat) y españoles (Santander-Serfín, Bancomer-BBVA, Inbursa-La Caixa). Y la más reciente, que involucra a dos mexicanos, Banorte-Ixe.
- En la industria del retail, la adquisición de las tiendas de Grupo Gigante por Grupo Soriana.
- En el mercado de las telecomunicaciones, la compra de América Móvil a CARSO Global Telecom (que incluye a TELMEX y a TELMEX Internacional).

---

<sup>1</sup> Es una estrategia corporativa, financiera y directiva que tiene que ver con la combinación o con la compra-venta de empresas que se pueden complementar operativa, estratégica o financieramente con el fin de generar más valor y permanecer en una industria competida, sin la necesidad de crear otra unidad de negocio.

<sup>2</sup> Para conocer más a fondo la historia de las M&A, referirse al Anexo 1.

<sup>3</sup> Según el Global M&A Predictor de la consultora KPMG, América Latina es la región que presenta la mejor combinación de apetito y mayor capacidad para llevar a cabo fusiones y adquisiciones, luego está Asia Pacífico sin considerar Japón, África, y Medio Oriente. Más información sobre la importancia que está teniendo México y América Latina en las M&A, ver Anexo 2.

- En la industria aeronáutica, las operaciones que han involucrado empresas nacionales (Mexicana, Interjet, Aerocalifornia, etc.) e internacionales (British Airways-Iberia, Air France-KLM, etc.).
- Y una de las más recientes y sonadas en México, la operación entre la holandesa Heineken y la división de cerveza de FEMSA<sup>4</sup>.

Según información de Thomson Reuters, en México hasta el 12 de febrero de 2010, 7 transacciones involucraron a empresas mexicanas, cuyo valor ha alcanzado \$38 mil millones de dólares. Estas operaciones han situado a México en el tercer lugar a nivel mundial sólo detrás de empresas originarias de Estados Unidos y Suiza, cuyo valor ha totalizado en \$67 mil millones y \$41 mil millones de dólares, respectivamente.

Las crisis recurrentes, principalmente ésta por la que estamos pasando, han puesto a muchas empresas en la disyuntiva de agruparse y fusionarse para resistir una lenta recuperación económica. (Quintana, E.; 2010)

Además, las M&A son una buena alternativa de inversión. Según el Reporte Global de Inversión 2010 publicado por la Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo<sup>5</sup>, las M&A son consideradas como una fuente importante de la Inversión Extranjera Directa (IED). Tan fundamentales son las M&A en la IED, que en 2009, la caída de las M&A transfronterizas representó la mayor parte de la disminución de IED a nivel mundial.

Para Rafael Muñoz, especialista en M&A de JP Morgan, "2009 fue un año de sobrevivencia de las empresas e inversionistas, más que de expansión. Ahora (2010) que los capitales se han reabierto y están en niveles normalizados comparados contra el histórico, los inversionistas buscan tasas atractivas para invertir su capital". A su vez, Gilberto Sotelo, también especialista en M&A de JP Morgan argumenta que "2010 ha traído de nuevo el apetito de connacionales y extranjeros por inversiones, y países emergentes, como México, tienen potencial de crecimiento en algunos sectores. Los emergentes están dando menos riesgo relativo comparado con los otros. Además, ofrecen el beneficio de un mayor crecimiento".

Para que el mercado de M&A realmente genere beneficios netos, es necesario que exista un marco regulatorio adecuado y un conocimiento de los conceptos para que las transacciones sean eficientes y generen valor económico y social.

Otro factor importante a considerar en las M&A es el control corporativo. Entendido como el mecanismo básico para la reasignación de recursos gestionados por un equipo de gestores (empresa comprada) hacia otros equipos gestores que se creen con mejor capacidad de generar valor de dichos recursos (empresa compradora), juega un papel fundamental en las economías de los países donde cada vez más son frecuentes las M&A. (Campa, J. M.; 2008)

Hoy en día, el mercado corporativo requiere la posibilidad de cambiar control, y la propiedad si fuera necesario, para la consecución de un mejor plan de negocio dentro de la empresa.

---

<sup>4</sup> La segunda más grande en la historia corporativa en México.

<sup>5</sup> World Investment Report 2010, elaborado por UN Conference on Trade and Development.

Aunque la evidencia muestra que las operaciones generan una transferencia de valor de la empresa compradora hacia los accionistas de la empresa comprada y grupos de interés, resulta difícil establecer la generación neta de valor. Es decir, se cuenta con evidencia de que hay un beneficio cuando se establece la compra de una empresa, pero es difícil cuantificar ese beneficio y determinar si realmente vale la pena.

Esta generación de valor es un factor que ha provocado que las transacciones de M&A sean cada vez más comunes.

## **Objetivo**

La tesis se compone de cuatro capítulos. En el primero se definen los conceptos relacionados con las estrategias corporativas, enfocándose más en las M&A. A lo largo del segundo, la investigación se centra más en el proceso por el que debe pasar una M&A exitosa. En el tercero se describe lo relacionado con el control corporativo. Y en el último, se analiza el caso de M&A entre FEMSA y Heineken, sus causas y consecuencias.

En esta investigación, se pretende presentar el estado del control corporativo en las M&A de empresas a través del conocimiento de la metodología por la que pasa una transacción de este tipo. Y así, confirmar que el conglomerado de empresas genere mejores resultados para que pueda seguir compitiendo en un mercado internacional, más demandante y competido cada día.

Para ello se analizará el entorno nacional e internacional, en donde se incluirán algunos efectos de la crisis económica, y las investigaciones más recientes sobre los conceptos relacionados con las estrategias corporativas, utilizados en los últimos años.

La mayoría de estudios que hay hablan sobre Estados Unidos y Europa, pero muy poco sobre México. Lo que se busca es ahondar más sobre estrategias corporativas de empresas mexicanas, para que en el país exista mayor conocimiento sobre este proceso.

En este estudio se pretende retomar los conceptos de M&A, agregar algunos otros como control corporativo, definir qué permite y qué obstaculiza la transición, y ampliar el panorama del control corporativo en las M&A.

## **Referencias**

Campa, J. M.; *El control corporativo: mecanismos de mercado*; IESE; enero de 2008.

Campa, J. M.; *El mercado de control corporativo: una perspectiva económica, 2008*; IESE; enero de 2008.

Campa, J. M. & Moschieri, C.; *The European M&A Industry: trends, patterns and shortcomings*; IESE; septiembre de 2008.

Quintana, E.; *Cambiará el mapa corporativo*; Reforma; 19 de enero de 2010.

Ruiz, J. & Rodríguez, K.; [Lidera país en fusiones](#); Reforma; 15 de febrero de 2010.

[México aumentará fusiones y compras en 2010](#); Alto Nivel; 21 de enero de 2010.

[Fusiones y adquisiciones: ¿qué es lo mejor?](#); Alto Nivel; 3 de febrero de 2010.

# CAPÍTULO 1. INTRODUCCIÓN A FUSIONES Y ADQUISICIONES

## 1.1 Fusiones y Adquisiciones, M&A

Uno más uno es igual a tres y dos cabezas piensan mejor que una son ecuaciones importantes en la fórmula para una M&A. La clave que está detrás de la unión de empresas es la mayor creación de valor para el accionista, que la que generaría sólo la suma de las partes. Dos empresas juntas son más valiosas que las mismas dos, pero separadas.

Este razonamiento es el que sustenta una M&A.

La sinergia es un argumento particularmente seductor para las empresas que enfrentan tiempos difíciles por los siguientes motivos:

- Reducción de costos fijos: Las M&A casi siempre traen recortes de personal y de actividades redundantes<sup>6</sup>. Las empresas involucradas toman en cuenta el dinero que se pueden ahorrar al reducir personal y operaciones en áreas donde se duplican funciones como contabilidad, recursos humanos, mercadotecnia, telecomunicaciones, entre otros.
- Economías de escala: El tamaño sí importa. Las M&A traen consigo un poder de negociación mayor de la empresa con sus proveedores, porque puede comprar mayor cantidad y variedad de productos, lo que le da más argumentos para negociar precios.
- Adquisición de nuevas tecnologías: Para seguir siendo competitivo, las empresas necesitan permanecer en el top de desarrollos tecnológicos y aplicaciones de negocio. Con la compra de una empresa más pequeña con tecnologías únicas, una empresa grande puede mantener o desarrollar una ventaja competitiva.
- Participación en otros mercados: Las M&A permiten que las empresas puedan alcanzar nuevos mercados e incrementar sus ganancias y utilidades. Además, pueden expandir la mercadotecnia y distribución de dos empresas.
- Mejor posicionamiento: Una M&A puede mejorar el posicionamiento de la empresa ante la comunidad inversionista: una empresa más grande puede emitir más fácilmente instrumentos financieros (acciones, bonos, etc.) que una más pequeña.
- Ventas cruzadas: Cuando la empresa resultante puede ofrecer sus productos o servicios a los clientes de las dos empresas.
- Consolidación fiscal: Una empresa rentable puede comprar a una no rentable, sirviéndole a esta última a reducir su carga fiscal. En Estados Unidos y otros países existe normatividad para regular que las empresas rentables adquieran empresas no rentables. En México, esta normatividad está sujeta a cambios cada año, todo depende de la ley de ingresos.

Después de descifrar porqué se da una M&A, continuaré definiendo los conceptos involucrados, mencionando los tipos de operaciones y las implicaciones que hay detrás de una M&A.

---

<sup>6</sup> Según KPMG, cualquier fusión y adquisición genera tensiones en las operaciones corrientes. En este sentido, la consultora estima incluso que una empresa puede perder un 15% de sus trabajadores en el primer año desde el anuncio del acuerdo.

## 1.2 Fusiones

Es una acción corporativa de expansión entre dos empresas, en la cual al menos una deja de existir y cuyos activos se transfieren a otra empresa, de tal forma que sólo una entidad legal permanece.

Se caracterizan por la combinación de empresas en una sola, más grande. Esta operación suele ser voluntaria e involucra el intercambio de acciones o pago de dinero entre las empresas involucradas.

El intercambio de acciones se utiliza para diversificar el riesgo entre los accionistas, aunque no es la única opción que los accionistas tienen para diversificar sus portafolios de inversión.

## 1.3 Adquisiciones

Es otra acción corporativa de expansión que implica la compra de la mayoría, o de todos los activos y pasivos de otra empresa, con el objetivo de asumir el control de la misma.

Usualmente se refiere a la compra de una empresa pequeña por una más grande como parte de una estrategia de crecimiento donde es más benéfico tomar control de las operaciones y nicho de mercado una empresa existente que hacerlo por propia cuenta. Pero hay excepciones. Una empresa pequeña puede adquirir el control de una empresa más grande o más antigua y mantener el nombre de la más grande o antigua para la entidad combinada<sup>7</sup>. Otro tipo de adquisición se da cuando una compañía privada se convierte en pública en un periodo corto de tiempo<sup>8</sup>.

La adquisición puede ser:

- Amigable, si ambas empresas cooperan en la negociación.
- Hostil, cuando la empresa objetivo no quiere ser comprada o su consejo de administración no tiene conocimiento de la oferta.

En cualquiera de los casos, la empresa adquiriente ofrece una prima<sup>9</sup> sobre el precio de mercado de las acciones de la empresa a adquirir, para que sea atractivo para los accionistas vender su participación.

Aunque no hay una diferencia significativa entre los términos de adquisición, toma y absorción, algunas veces tienen una connotación ligeramente distinta. “Adquisición” es frecuentemente usada para las transacciones amigables, o en conjunto con la palabra fusión, donde ambas

---

<sup>7</sup> Reverse takeover o toma inversa.

<sup>8</sup> Reverse merger o fusión inversa. Con esta operación, la empresa privada evita pasar por el largo y minucioso proceso para cotizar en alguna bolsa de valores. Ese proceso ya lo cumplió la empresa adquirida. Esta operación funciona cuando el tiempo y costo total de adquirir una empresa pública es menor que el requerido para cumplir el proceso para cotizar en bolsa.

<sup>9</sup> La diferencia entre el costo actual de adquirir una empresa con el costo estimado realizado antes de la adquisición. Para los vendedores, la prima representa las expectativas de la empresa. Para los compradores, lo que esperan alcanzar con la sinergia. (Hitt, M. A.; King, D.; Krishan, H.; Makri, M; Schijven, M.; Shimizu, K. & Zhu, H.; 2009)

empresas quieren unirse. Mientras que “toma” o “absorción” pueden ser utilizadas para referirse a las transacciones hostiles.

### 1.3.1 Toma hostil

Es una toma (no amigable) en la cual una empresa fuerte intenta adquirir a otra más débil, cuya dirección y consejo de administración se resiste. Este tipo de tomas son usualmente malas noticias, porque repercute negativamente en la moral de los empleados de la empresa adquirida, que pueden rápidamente tener rencor contra la empresa adquiriente.

Una toma hostil permite a una empresa pasar por alto la negativa de la dirección de la empresa objetivo de llegar a un acuerdo para fusionarse o ser adquirida amigablemente. Se considera hostil si el consejo de administración de la empresa objetivo rechaza la oferta, pero la empresa ofertante continua con el deseo de adquirirla, o hace la oferta sin informarle al consejo de administración de la empresa objetivo.

Una toma hostil se puede conducir de varias formas:

- Cuando la empresa adquiriente hace una oferta pública inicial<sup>10</sup> a un precio fijo (incluyendo una prima), por encima del precio de mercado de la acción.
- Cuando la empresa adquiriente se involucra en el convencimiento de suficientes accionistas de la empresa objetivo, usualmente de una mayoría simple, para que reemplace a la dirección por una que sí quiera aprobar la toma.
- Con compra silenciosa de acciones en el mercado accionario, conocida como oferta silenciosa (*creeping tender offer*), para efectuar un cambio en la administración.

En todas estas formas, la dirección se resiste a la adquisición, pero de todas formas se concluye la operación.

La principal consecuencia que una oferta sea considerada hostil es más práctica que legal. Si el consejo de administración de la empresa objetivo coopera, la empresa ofertante puede conducir un amplio y extensivo *due diligence*<sup>11</sup> en los asuntos de la empresa objetivo. Si es así, la empresa adquiriente puede saber exactamente qué está tomando antes de hacer un compromiso. Pero si la oferta pretende una toma hostil, estará basada sólo en la información que está publicada, no en las entrañas de la empresa. Esto conlleva un riesgo mayor.

A su vez las instituciones financieras también buscan protegerse. Es más riesgoso para ellas apoyar una toma hostil y por lo tanto, el costo de financiamiento puede elevarse para las empresas depredadoras.

### 1.3.2 Prácticas de toma hostil

Algunas prácticas de toma hostil son las siguientes:

---

<sup>10</sup> En inglés, *initial public offer (IPO)*.

<sup>11</sup> Investigación o auditoría de una potencial inversión. Sirve para confirmar los supuestos previos a una venta. Es una medida cautelar que una persona o grupo de inversionistas toma antes de entrar a un acuerdo o una transacción con un tercero. ([Investopedia](#))

- Compras tempranas (*Dawn raid*). Es una acción corporativa común en Reino Unido, aunque también se ha utilizado en Estados Unidos. Se da cuando una empresa o inversionista, a través de uno o varios broker<sup>12</sup>, pretende comprar la mayor cantidad de acciones posibles de la empresa que se busca adquirir, en cuanto abre el mercado bursátil. La función del broker es enmascarar la identidad y las intenciones de la empresa y/o los inversionistas. La empresa adquiriente empieza a acumular participación sustancial de la empresa que quiere adquirir, a precio de mercado. Como se hace cuando abre el mercado, muy temprano, la empresa objetivo no se entera hasta más tarde, cuando la empresa adquiriente ya tiene la participación. En Reino Unido, ya existen algunas restricciones a esta práctica.
- Noche especial de sábado (*Saturday night special*). Es un intento repentino de una empresa para tomar otra, presentando una oferta pública. El nombre proviene del hecho que esas maniobras se hacían durante el fin de semana. Esta práctica ha sido restringida por el Acta Williams en Estados Unidos, donde las adquisiciones de 5% o más de las acciones deben ser reveladas a la SEC<sup>13</sup>.

Las adquisiciones son anunciadas prácticamente cada día, pero anunciarlas no necesariamente significa que terminen de acuerdo a lo planeado. En muchos casos, la empresa objetivo no desea ser adquirida.

¿Qué significa esta medida para los inversionistas? ¡¡Todo!! Hay muchas estrategias que la dirección puede usar durante una transacción de adquisición, y casi todas esas estrategias tienen como objetivo repercutir en el valor de la acción de la empresa objetivo. Algunas sirven para que una empresa objetivo se quite de encima a una empresa depredadora que está amenazando con comprarla de una forma hostil. Son conocidas como repelentes de tiburones (*shark repellent*), y a continuación se mencionan algunas de ellas:

- Paracaídas dorado (*Golden Parachute*): Esta práctica ofrece beneficios muy jugosos a los ejecutivos de alta dirección, quienes pueden perder su empleo si su empresa es adquirida por otra. Los beneficios escritos en los contratos de los ejecutivos incluyen prestaciones como la posibilidad para comprar acciones y bonos, indemnizaciones, entre otras. Puede ser carísimo para la empresa objetivo, pero pudiera ser todavía más caro para la empresa adquiriente. De esta forma, el proceso de toma hostil pudiera retrasarse o detenerse por completo porque se encarece el costo de la transacción.
- *Greenmail*. Es una forma de chantaje (*blackmail*): Se da cuando una gran cantidad de acciones pertenecen a una empresa no amigable, quien fuerza a la empresa objetivo a recomprarlas a un precio sustancialmente más alto, con el objetivo de destruir cualquier

---

<sup>12</sup> Término anglosajón. En castellano, es corredor o agente. Es decir, un individuo o una firma que actúa como intermediario entre un comprador y un vendedor, usualmente cobrando una comisión. Puede ser sobre asuntos de seguros, energía, bienes raíces, aduanas, finanzas, cambiarios o bursátiles. Además, se encarga de asesorar y aconsejar sobre temas financieros, aduanales o relacionados con el negocio. Normalmente requiere de una licencia para ejercer.

<sup>13</sup> Por sus siglas en inglés, *U.S. Securities and Exchange Commission* (Comisión de Valores de Estados Unidos). Es una agencia independiente del gobierno de Estados Unidos que tiene la responsabilidad principal de hacer cumplir las leyes federales de los valores y regular la industria de los valores, los mercados financieros de la nación, como las bolsas de valores, de opciones y otros mercados de valores electrónicos. En México, su equivalente sería la Comisión Nacional Bancaria y de Valores.

intento de toma hostil. También es conocido como bono de buen viaje (*bon voyage bonus*) o beso de despedida (*goodbye kiss*).

- Defensa Macaroni (*Macaroni Defense*): Es una medida en la cual la empresa objetivo emite una gran cantidad de bonos que tienen la garantía que serán redimidos/canjeados a un precio elevado si la empresa es tomada. ¿Por qué se llama así? Porque si la empresa está en peligro, el precio al que se canjearán los bonos se expandiría (elevaría), como los macarrones en una olla con agua caliente. Esta es una práctica muy útil, pero la empresa que emite los bonos debe ser cuidadosa de poder pagar los intereses, producto de la emisión de deuda. Las empresas objetivo pueden utilizar esta técnica para recapitalizarse apalancadamente y volverse menos atractivos para la empresa adquiriente.
- Píldora de la gente (*People pill*): Aquí, la dirección general amenaza con renunciar en caso de una toma hostil. Es muy útil si son un buen equipo de dirección. Perder a todos ellos podría dañar seriamente a la empresa y haría que la empresa ofertante lo piense dos veces. De cualquier forma, casi siempre la toma hostil conlleva el despido del equipo directivo. La efectividad de esta medida depende de la situación.
- Píldora venenosa (*Poison pill*): La empresa busca que sus acciones se vuelvan menos atractivas. Una versión extrema de la píldora veneno es la píldora suicida (*suicide pill*), donde la empresa objetivo puede tomar una acción que la destruya complemente.
- Caballero blanco (*White Knight*): Empresa (conocida como el chico bueno) que hace una oferta para una toma amigable a una empresa, que está siendo el objetivo de una toma hostil por otra empresa (conocida como caballero negro, *black knight*). El caballero blanco ofrece a la firma objetivo una salida con una toma amigable.
- Caballero gris (*Gray Knight*): Corporación, empresa privada o persona que ofrece más que el caballero blanco, persiguiendo sus propios intereses. Este escenario es menos deseable para la empresa objetivo que ser adquirida por el caballero blanco, pero es más preferible que el intento de toma hostil por el caballero negro (*black knight*).
- Escudero blanco (*White squire*): Similar al caballero blanco, excepto que sólo se ejerce sobre una participación minoritaria, lo opuesto a una mayoritaria. Un escudero blanco no tiene la intención de compra, pero sí sirve como defensa ante una toma hostil. El escudero blanco a veces puede tener derecho de voto.
- Saco de arena (*Sandbag*): Con esta práctica, la empresa objetivo paraliza o retrasa la negociación con la esperanza de que otra empresa, más amigable (llamada caballero blanco), intente adquirir la empresa objetivo. Si el proceso dura mucho tiempo, la empresa ofertante descuidará el accionar de su empresa.
- *Bankmail*: Es cuando el banco de la empresa objetivo se niega a financiar a las empresas que han realizado una oferta de compra. Esta herramienta sirve para frustrar M&A debido a las restricciones financieras que impone, ya que incrementa los costos de transacción de la empresa ofertante porque tendrá que buscar otras fuentes de financiamiento. Permite darle más tiempo a la empresa objetivo desarrollar otros *shark repellent*.
- Defensa Joya de la Corona (*Crown Jewel Defense*): Estrategia en la cual la empresa objetivo vende sus activos más estratégicos/attractivos a una tercera empresa, amigable, o los separa (*spin-off*). Como consecuencia, la empresa depredadora se siente menos atraída por los activos de la empresa objetivo.
- Recapitalización apalancada (*Leveraged recapitalization*): Práctica utilizada en la cual una empresa se hace menos atractiva al pedir prestado una gran cantidad de dinero y distribuyéndolo a sus accionistas, iniciando un programa de recompra de acciones o pagando dividendos mayores a sus accionistas. De esta forma, la empresa objetivo se hace

menos atractiva para la depredadora por la cantidad de deuda, mientras que al mismo tiempo mantienen el interés de los accionistas en la empresa (en lugar de estar sumamente apalancados).

- Trampa de langosta (*Lobster trap*): Estrategia utilizada en la cual la empresa objetivo emite una carta que impide que individuos que posean más del 10% de los valores convertibles (bonos convertibles, acciones preferentes convertibles y warrants) los puedan canjear por acciones ordinarias (con derecho de voto).
- Bloque de precaución (*Lock-up provision*): Opción concedida por un vendedor a un comprador a obtener acciones de una empresa objetivo como un preludio de toma. El accionista mayoritario está, efectivamente, bloqueado y no puede vender libremente sus acciones, más que a los compradores con esta opción. Típicamente, un acuerdo como éste es requerido por un adquiriente antes de hacer una oferta y facilita el progreso de la negociación. Estos arreglos pueden ser suaves (se da por terminado si hay una oferta superior) o duros (sin condiciones). En un bloqueo de acciones, el postor puede comprar acciones autorizadas pero no emitidas del accionista mayoritario o de uno o más accionistas con una alta participación. En un bloqueo de activos, la empresa objetivo cede la opción para adquisición de activos (defensa de joya de la corona). En algunos casos pueden impedir la libre competencia, restringiendo al mercado de actuar naturalmente porque se están limitando ofertas rivales por la empresa objetivo. Los tribunales pueden aprobar estos bloqueos si se dan cuenta que fue para animar a un ofertante para hacer una oferta y no como medio para terminar una subasta o proceso de licitación. Los bloqueos de activos desaniman a otros ofertantes. Algunos pueden tomar forma de:
  - Comisión por rescisión o término de contrato.
  - Opciones otorgadas a los accionistas objetivos para comprar acciones objetivo.
  - Derechos dados a los accionistas objetivos para comprar activos objetivos.
  - Forzar los derechos de voto en los acuerdos de fusión.
  - Acuerdos con accionistas mayoritarios (sobre acuerdos de voto, acuerdos para vender acciones o con el ofertante).
- Defensa Nancy Reagan: Implica simplemente la negación del acuerdo (decir no).
- Acciones sin derecho a voto (*Non-voting stock*): Títulos corporativos (acciones) similares a las acciones ordinarias (comunes) en término de dividendos y retorno de capital, pero sin derecho de voto en las resoluciones o elección del consejo de administración. En el Reino Unido, se conocen como acciones "Clase A". Raramente se emiten porque los inversionistas institucionales los evitan y la mayoría de bolsas de valores se rehúsan a que coticen. Estos títulos son emitidos típicamente para:
  - Prevenir la dilución del control ejercido por los fundadores de la empresa o inversionistas originales.
  - Prevenir el pago de dividendos fijos mediante acciones preferentes.
  - Frustrar un intento de toma hostil a través de la dilución del patrimonio de la empresa y distribuyéndolas entre muchos accionistas.
- Defensa Pac-Man: Estrategia en la cual la empresa objetivo hace una oferta de compra para adquirir a la empresa depredadora. Tiene que ver con el juego Pac-Man, donde el héroe es perseguido por cuatro fantasmillas, excepto cuando adquiere un poder que le permite atacar a sus enemigos.
- Pensión paracaídas (*Pension parachute*): Estrategia que permite a la empresa objetivo hacer uso en exceso de los fondos de pensiones durante el intento la toma hostil para beneficiar de alguna forma a los participantes del plan de pensiones. Con esta acción se

protegen los activos del fondo de pensiones de la empresa depredadora y se asegura un poco el futuro de los participantes del plan.

- Estrategias de votación (*Voting plans*): Estrategia que implica que la empresa objetivo privilegia más a las acciones preferentes con derechos de votación superior que las acciones comunes. Esto hace que si una empresa depredadora adquiere una cantidad sustancial de acciones ordinarias (comunes) no podrá ejercer el control sobre la empresa.
- Puerto seguro (*Safe Harbor*): La empresa objetivo adquiere a una empresa fuertemente regulada para convertirse en un candidato menos atractivo para la toma hostil, debido al elevado precio de la transacción.
- Defensa de tierra quemada (*Scorched earth defense*): Toma el nombre de la táctica china para la guerrilla (*jiaotu*) de quemar o destruir todo lo que puede ser usado por el enemigo invasor. Sirve para que la empresa parezca menos atractiva. Algunas acciones pueden ser vender los activos más valiosos o programar el vencimiento de toda la deuda para que sea en un periodo que afecte a la transacción. También se puede utilizar el arbitraje.
- Escalonamiento del consejo de administración o clasificación del consejo (*Staggered board of director or classified board*): Estructura escalonada del consejo de administración en la cual cada año se elige a algunos consejeros, no a todos. Algunos consejeros se eligen por periodos multianuales.
- *Standstill agreement*: La empresa objetivo recompra las acciones que posee la empresa depredadora, pagando una prima muy significativa y utilizando el dinero disponible de la empresa. Otra forma es que la empresa objetivo le pida a la depredadora que limite su participación accionaria.
- *Targeted repurchase*: Recompra de acciones por parte de la empresa objetivo a la empresa depredadora, pagando un sobreprecio.
- *Treasury stock*: Acciones recompradas por la empresa objetivo para tenerlas en su poder y evitar una toma hostil, volver a emitir las posteriormente a un mejor precio, o para eliminarlas y hacer que las acciones circulantes sean menos, incrementando las utilidades por acción.

Los actores que participan o que diseñan las estrategias *shark repellent* se conocen como “abejas asesinas” (*killer bees*). Generalmente participan contadores, brokers, abogados, fiscales, analistas, consultores, economistas, financieros, y a veces, políticos.

#### **1.4 Similitudes y diferencias entre M&A**

En una fusión, las empresas fusionadas dejan de existir y se forma una resultante con un nuevo nombre (generalmente combinando los nombres de las empresas fusionadas) y marca. Por ejemplo, cuando se fusionaron Glaxo Wellcome y SmithKline Beecham en 1999, ambas empresas dejaron de existir y se creó GlaxoSmithKline.

Además, se entregan los instrumentos financieros como acciones y bonos de ambas empresas y se emiten otros en su lugar.

En una adquisición, una empresa toma a otra y se establece claramente como nuevo propietario. Desde un punto de vista legal, la empresa adquirida deja de existir, el adquirente absorbe el negocio y sus instrumentos financieros siguen siendo comerciados.

Pueden darse adquisiciones disfrazadas de fusiones, o “fusión de iguales”. Éstas se dan cuando una empresa compra a otra, y como parte de la transacción, permite que la empresa adquirida comunique que se trata de una “fusión de iguales”, aunque técnicamente sea una adquisición. El objetivo es que la compra no implique connotaciones negativas o envíe señales pesimistas a los mercados. Por ello, los directivos y consejos de administración prefieren a veces que la operación sea considerada como una fusión.

Para que una unión de empresas sea considerada fusión o adquisición, depende más que nada si es amigable u hostil, y de cómo se anuncie. En otras palabras, las diferencias reales recaen en cómo se informa la unión y cómo recibe la noticia el consejo de administración, los empleados, los accionistas de la empresa objetivo y el público.

A pesar de cómo se caracterizan las empresas, algo sí es claro: las fusiones siempre son amigables, mientras que las adquisiciones pueden ser amigables u hostiles.

## 1.5 Tipos de M&A según clasificación

Según las empresas que se unen, podemos enunciar los siguientes tipos:

- Horizontal: De dos empresas que compiten directamente y que comparten productos y mercados. (Ej. Dos embotelladoras de bebidas).
- Vertical: De una empresa con su cliente, proveedor, distribuidor u otra empresa parte de la cadena de suministro. (Ej. El proveedor de conos con el productor de nieve).
- De expansión de mercado: Dos empresas que venden el mismo producto en distintos mercados.
- De expansión de producto: Dos empresas que venden productos complementarios o suplementarios (productos diferentes, pero relacionados) en el mismo mercado.
- Conglomeración: Dos empresas que no tienen negocios comunes entre sí. (Ej. Una empresa de bienes de consumo con una de cuidado personal)
- Concéntricas o cogenérica: Dos empresas que están en el mismo sector comercial general, pero que no tienen clientes, consumidores, proveedores en común. (Ej. Un banco con una arrendadora).

### 1.5.1 Según el impacto en el precio de la acción

- Acumulativa o incremental: La empresa adquiriente incrementa el cociente de utilidades por acción. Una alternativa de saber si la fusión es de este tipo, es si la empresa con un alto índice de precio por acción entre utilidades anuales por acción adquiere a una con un índice menor<sup>14</sup>.
- Diluida o decreciente: Es lo opuesto a una fusión acumulativa o incremental. Cuando el cociente de utilidades por acción de la empresa adquiriente disminuye. No es necesariamente malo. En algunas circunstancias, las transacciones son inicialmente de

---

<sup>14</sup> Otra forma para determinar si la fusión es de este tipo es mediante el indicador precio/ganancias (cociente entre el precio de acción de la empresa con relación a las ganancias por acción del año) entre la empresa adquiriente y la adquirida. Si el indicador de la empresa adquiriente es superior al de la empresa adquirida, la fusión es de este tipo. En otras palabras, las ganancias de la empresa adquirida añade valor de mercado a la adquiriente.

este tipo pero pueden crear valor en el largo plazo, como cuando una empresa de lento crecimiento compra una de alto crecimiento.

### 1.5.2 De acuerdo a cómo es financiada la transacción

Cada una tiene ciertas implicaciones para las empresas fusionadas y para los inversionistas

- Con dinero: Generalmente, estas transacciones suelen presentarse más en las adquisiciones que en las fusiones, debido a que las acciones de la empresa objetivo son liquidadas y pasan a ser parte de los accionistas de la empresa compradora. Estos casos se presentan más frecuentemente durante una tendencia bajista de las tasas de interés. Una ventaja es que reduce la posibilidad de diluir las utilidades por acción de la empresa adquirente. Una limitante es que restringe el flujo de caja de la empresa.
- Con financiamiento: Puede pedirse dinero de un banco u obtenerse mediante una emisión de acciones o bonos. Como alternativa, la empresa adquirente puede ofrecer acciones. Las operaciones que utilizan deuda como medio de financiamiento se conocen como apalancadas.
- Híbridos: Puede ser de contado con financiamiento de deuda, o de contado con acciones de la empresa compradora.
- Factoraje: Transacción financiera mediante la cual una empresa vende sus cuentas por cobrar (por ejemplo, una factura) a un tercero a una tasa de descuento, a cambio de dinero líquido inmediato que le permitirá financiar su operación.

### 1.5.3 Otros motivos que no agregan valor a los accionistas son los siguientes

- Diversificación: Se puede proteger a la empresa ante un descenso en la actividad industrial de un sector en particular. No necesariamente agrega valor a los accionistas porque ellos pueden diversificar su portafolio de acciones sin la necesidad de una M&A.
- Arrogancia de la directiva: El exceso de confianza en las expectativas de una M&A que resulta en la sobre valoración de la empresa comprada.
- Compensación de los directivos: Antes, a ciertos equipos directivos se les pagaba de acuerdo a las utilidades totales de la empresa, en lugar de la utilidad por acción. Esto incentivaba a que el equipo directivo buscara comprar empresas para incrementar las utilidades totales, sin importarles que se diluyera la utilidad por acción.
- Formación de un imperio: Entre más y mejores empresas dirijan los ejecutivos, más poder tendrán.

## 1.6 Implicaciones de las M&A

La unión de fuerzas entre dos empresas no se da de la noche a la mañana. Las empresas deben transitar por un proceso muy largo, desgastante y en ocasiones, frustrante.

El hecho de realizar una M&A no asegura el éxito de la misma; de hecho, algunas traen consigo una pérdida neta del valor de la empresa.

Para dirigir una M&A se requiere considerar seriamente los siguientes aspectos:

- Muy probablemente será necesario destinar recursos de la nueva inversión para corregir los problemas causados por la incompatibilidad —de la tecnología, del equipo o de la cultura corporativa— de las empresas.
- Se requiere un *due dilligence* muy preciso y adecuado para saber si la empresa a adquirir no está ocultando obligaciones, pérdidas, pasivos o riesgos.
- Sobreponer subsidiarias o personal que hacen las mismas funciones puede crear ineficiencias. Pero, si la dirección recorta operaciones o personal de más, se puede perder experiencia y romper con la cultura de los empleados.
- Hacerse cargo de una M&A puede hacer que la alta dirección pase mucho tiempo en eso y descuide su negocio principal.
- Para algunos ejecutivos de alta dirección, dirigir una M&A puede ser lo más importante de su carrera. Para otros, puede significar un bono muy atractivo sólo por iniciar o conducir la transacción, sin importar lo que pase después.
- Evitar un miedo generalizado. La globalización, el arribo de nuevos desarrollos tecnológicos o el rápido dinamismo de la economía hacen que el panorama sea incierto y la M&A sea vista como una estrategia defensiva. En ocasiones, el equipo directivo siente que no tiene otra opción y debe adquirir a su competencia antes de ser adquirido por ella. Una selección natural entre empresas.

Uno de los factores que se considera para saber si la transacción es exitosa es el valor de la acción de la empresa. Si aumenta más rápido al estar las empresas juntas que separadas, van por buen camino.

Pero si los números parecen ser positivos a simple vista, ¿qué tan apropiado será realizar M&A dentro del actual entorno económico?

Según KPMG, cualquier M&A genera tensiones en las operaciones corrientes. Ante este peligro, las compañías con mayor experiencia se aseguran de tomar medidas para estabilizar a la organización durante los primeros 100 días.

Apenas sea posible, es necesario decidir la dirección que tomará la empresa en el escenario post acuerdo. Luego, es importante fijar metas cortas de integración y celebrar cuando se alcanzan, aseguran en KPMG.

Finalmente, es fundamental comunicar las medidas y la dirección a todos los grupos de interés involucrados para ganar apoyo al cambio y suavizar el difícil proceso de transición.

En resumen, el enfoque de integración de los 100 días puede dividirse en tres fases que ayudan a acelerar la integración de las actividades, asegurando que se logren las sinergias lo antes posible:

- a) Planificación previa al perfeccionamiento de la transacción.
- b) Planificación de la integración.
- c) Implementación.

Cada M&A se genera bajo un entorno y circunstancias distintas. El tipo de industria o sector, las empresas involucradas, condiciones económicas y regulatorias son factores dinámicos, es decir, cambian constantemente. Estas implicaciones presentadas representan lo más general para tomar en cuenta en caso que se presente una M&A.

## 1.7 Otras estrategias corporativas

Como las M&A capturan la imaginación de muchos inversionistas y empresas, la idea de expandirse mediante otras opciones o hacerse más pequeño parece contraproducente. Las M&A tienen sus ventajas y desventajas, pero afortunadamente para las empresas no son las únicas estrategias corporativas.

Algunas de las alternativas de las que pueden hacer uso los equipos directivos e inversionistas son los siguientes:

- De expansión
  - Alianzas estratégicas
  - Joint Ventures
- De contracción
  - Una venta o liquidación (*sell-off*).
  - Una división de capital (*equity carve-out*).
  - Una separación de una división o parte de una empresa (*spin-off*).
  - Emitiendo acciones de seguimiento (*tracking stocks*).

Cada una tiene sus beneficios y características particulares.

### 1.7.1 Estrategias de expansión

Son operaciones amigables, más negociadas y menos riesgosas. No buscan el control de la empresa, sino colaborar con otra a cambio de un beneficio.

Se presentan más frecuentemente cuando la empresa enfrenta incertidumbre en el mercado, porque el compromiso entre las empresas involucradas no es tan estrecho. Las alianzas estratégicas y Joint venture, a diferencia de las M&A, no requieren de una inversión tan fuerte porque no buscan tomar el control de la otra empresa.

Pero no es recomendable recurrir a ellas para adquirir activos tangibles de gran magnitud como fábricas y maquinaria, ni para reducir operaciones redundantes.

El comportamiento oportunista que pueden tener trabajadores o directores de las empresas asociadas puede ser otro problema, debido a que estos actores pueden llegar a conocer o compartir información estratégica confidencial que ponga en riesgo los activos de las empresas involucradas.

#### 1.7.1.1 Alianzas estratégicas

Es un acuerdo de cooperación entre empresas independientes para conseguir objetivos comunes como expandir la gama de productos y servicios ofrecidos. Cada empresa involucrada mantiene por separado su operación, propiedad y nombre.

Dependiendo de las características de la situación, se recomienda la alianza estratégica como estrategia corporativa, o en su caso, una M&A. Estas características diferenciadoras son las siguientes: (Dyer, J. H., Kale, P. & Singh, H.; 2004)

- Tipos de sinergia: Si es secuencial<sup>15</sup> o modular<sup>16</sup>, se recomienda una alianza. Si es recíproca<sup>17</sup>, una M&A.
- Según la naturaleza de los recursos: Si la empresa objetivo cuenta con recursos blandos<sup>18</sup>, se recomienda la alianza. Si son recursos duros<sup>19</sup> es mejor una adquisición porque éstos son más fáciles de valorar. Además, la integración de los recursos blandos en una M&A puede ser mucho más complicada por las diferencias entre ambas empresas.
- Por la redundancia de operaciones: Entre más actividades en común tengan las empresas involucradas, se recomienda una M&A porque más serán las actividades que se podrán recortar y con ello, reducir costos.
- Incertidumbre de mercado: Entre mayor incertidumbre exista en los resultados de la sinergia, se recomienda una alianza entre empresas.
- Costo: En función de la incertidumbre, también está el costo. Si la incertidumbre es muy alta, el costo para una M&A también sería alto por su complejidad. Por tanto, ante un entorno con alta incertidumbre, sería menos costoso establecer una alianza.

#### 1.7.1.2 Joint Ventures

Se conoce como la acción conjunta por segmentos o partes definidas de una sociedad o conglomerado (dos o más empresas) para una actividad, objetivos y periodo de tiempo específico, con un riesgo limitado y compartido.

Al igual que una alianza estratégica, se da de una forma amigable y representa una inversión inicial más baja que una M&A. El nombre del Joint Venture puede ser alguno distinto a las empresas, o ambas pueden mantenerlo por separado.

Esta operación es útil para transacciones transfronterizas cuando no se permiten M&A en un país, debido a las restricciones en un determinado sector, industria o región.

#### 1.7.1.3 Cuadro resumen

| Concepto          | Fusión                       | Adquisición                                    | Joint Venture                          | Alianza estratégica                   |
|-------------------|------------------------------|--|--|---------------------------------------|
| <b>Definición</b> | Acción corporativa entre dos | Acción corporativa que implica la compra de la | Acción conjunta por segmentos o partes | Acuerdo de cooperación entre empresas |

<sup>15</sup> Se da en empresas con recursos independientes. Una empresa completa el proceso que le corresponde y envía los resultados a un socio que continúa con la operación. Por ejemplo, una empresa se encarga de la distribución de un producto terminado de otra.

<sup>16</sup> También se da en empresas con recursos independientes que tienen actividades separadas pero se asocian para obtener beneficios mayores. Por ejemplo, se asocian una aerolínea y un hotel para diseñar un programa de recompensas o de viajero frecuente.

<sup>17</sup> Empresas que trabajan juntas y elevan la productividad de sus procesos porque generan y comparten información para la mejora continua del proceso.

<sup>18</sup> En inglés, *soft resources*. Incluye recursos humanos, capital intelectual, patentes, etc.

<sup>19</sup> En inglés, *hard resources*. Incluye parques industriales, maquinaria, fábricas, etc.

|                    |  |  |   |  |
|--------------------|--|--|---|--|
|                    | empresas, en la cual al menos una deja de existir y cuyos activos se transfieren a otra empresa, de tal forma que sólo una entidad legal permanece.                        | mayoría, o de todos los activos y pasivos de otra empresa, con el objetivo de asumir el control de la misma.   | definidas de una sociedad o conglomerado (dos o más empresas) para un negocio específico, durante un tiempo limitado  | independientes para conseguir objetivos comunes  |
| <b>Nombre</b>      | Combina los nombres de las empresas fusionadas   | Permanece el nombre de la empresa adquiriente  | Ambas empresas mantienen su nombre por separado o se puede formar un nuevo nombre   | Ambas empresas mantienen su nombre por separado  |
| <b>Modo</b>        | Amigable   | Amigable u hostil  | Amigable  | Amigable   |
| <b>Costo</b>       | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Lo que ambas empresas decidan intercambiar</li> <li>- Basado en la valuación de activos y pasivos, presentes y futuros</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Oferta bastante atractiva y/o inteligente por lo que es o puede ser el objetivo</li> <li>- Puede encarecerse por otras ofertas y/o "shark repellent"</li> <li>- "Lo mejor no es enemigo de lo bueno"</li> </ul> | Más bajo que las M&A porque no implica una compra total   | Más bajo que las M&A debido a que es una relación entre empresas menos formal  |
| <b>Objetivo</b>    | <p>Sinergia:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Reducción de costos</li> <li>- Economías de escala</li> <li>- Etc.</li> </ul>                                    | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Tomar control de la empresa</li> <li>- Tener más poder</li> <li>- Sinergia</li> </ul>   | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Explotar oportunidades muy específicas</li> <li>- Compartir/dividir riesgo, conocimiento y tecnología en nuevos mercados</li> <li>- Economías de escala</li> </ul>   | Expandir la gama de servicios ofrecidos  |
| <b>Ventajas</b>    | La colaboración de ambas empresas puede facilitar la transición  | No siempre requiere compromiso de ambas directivas (aunque puede aumentar todavía más el riesgo)   | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Combina recursos conocidos</li> <li>- No necesariamente requiere la formación de una nueva empresa</li> <li>- Útil para transacciones transfronterizas cuando no se permiten M&amp;A en un país</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Útil para transacciones transfronterizas</li> <li>- Recomendable cuando manejan recursos blandos</li> <li>- Y cuando existe mucha incertidumbre en el entorno</li> <li>- Desdibuja los límites corporativos</li> <li>- Útiles para sistemas complejos entre múltiples empresas</li> <li>- No es necesario un contrato formal</li> </ul> |
| <b>Desventajas</b> | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Menos flexibles</li> <li>- Es un proceso</li> </ul>   | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Menos flexibles</li> <li>- Es un proceso largo</li> </ul>   | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Rara vez utilizada en nuevos mercados</li> </ul>   | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Dirigirla más tiempo requiere adaptación al</li> </ul>  |

|  |  |  |  |
|--|--|--|--|
| largo<br>- Requiere un <i>due diligence</i> y valuación de empresa<br>- Se necesita una inversión fuerte<br>- Integración eficiente y rápida | - Requiere un mejor <i>due diligence</i> y valuación de empresa<br>- Más riesgoso porque la inversión es más fuerte (se paga prima)<br>- Integración eficiente y rápida<br>- Puede enviar una mala señal a los mercados o inversionistas | o tecnologías<br>- Comportamiento oportunista, debido a que pueden llegar a conocer o compartir información estratégica confidencial | cambio y nuevos conocimientos<br>- No se usa cuando las actividades son redundantes<br>- Comportamiento oportunista, debido a que pueden llegar a conocer o compartir información estratégica confidencial |
|--|--|--|--|

### 1.7.2 Estrategias de contracción

La razón detrás de estas estrategias corporativas es la inversa a la de las M&A: la suma de las partes es mayor que el todo. Estas técnicas, que involucran la separación de unidades de negocio o de subsidiarias, pueden ayudar a la empresa a obtener capital adicional.

Una desintegración puede mejorar la valuación de la empresa, otorgando incentivos a las personas que trabajan en la unidad separada, y ayudando a la empresa grande a enfocarse en la operación su negocio principal (core business).

Además, los accionistas tendrían mejor información de la unidad separada porque emitirían instrumentos financieros distintos. Esto es particularmente útil cuando una línea de negocio de una empresa tradicional difiere de la que se separa. Con información financiera separada, los inversionistas tienen mejores herramientas para calcular el valor de la empresa. De esta forma, la empresa grande puede atraer más inversionistas para la pequeña y obtener más capital.

También, separar la subsidiaria puede reducir la competencia interna por los recursos de la empresa o por el presupuesto anual.

Por contraparte, las empresas que pasan por un proceso como éste, terminan siendo más pequeñas. Y como consecuencia, generalmente, se les hace más difícil acceder a los mercados financieros y se eleva su costo financiero.

El tamaño menor de la empresa puede significar que tiene menor representación en los índices y convertirse menos atractiva para los inversionistas institucionales.

A su vez, puede haber costos extra para las unidades de negocio que se separan. Cuando una empresa se divide en pequeñas unidades, pierde la sinergia que tenía cuando era más grande. La división de gastos como mercadotecnia, administración e investigación y desarrollo (I+D) en diferentes unidades de negocio puede ocasionar costos redundantes, aunque no necesariamente se incrementen las ganancias totales.

#### 1.7.2.1 Desinversión (sell-off)

Es la venta o liquidación de una parte de la empresa (activos, línea de producción, subsidiaria, etc.) a un tercero. Normalmente se hace cuando la parte ofrecida no encaja en la estrategia principal de

la empresa grande. El mercado puede subvaluar las empresas combinadas debido a la falta de sinergia entre la empresa grande y la subsidiaria. Como resultado, la dirección y el consejo de administración deciden que es mejor que la subsidiaria cambie de dueños, sin alterar la propiedad ni el control de la empresa grande.

Además de vender una parte no deseada, la desinversión permite recaudar capital, que puede ser usado para pagar deuda. A finales de la década de los ochenta y principios de los noventa, las empresas depredadoras financiaban las adquisiciones de empresas con deuda. Después de la compra, vendían las subsidiarias para recuperar el dinero que les alcanzara a pagar la deuda y obtener una utilidad. Este método de las empresas depredadoras es rentable sólo si la suma de las partes es mayor que el todo. Cuando no es así, las transacciones terminan fracasando financieramente.

Desde el punto de vista del comprador, éste prefiere adquirir sólo la parte de la empresa y no su totalidad. El comprador suele ser otra empresa, por lo que se evita la creación de una empresa.

#### *1.7.2.2 División de capital (equity carve-out)*

Este método es utilizado cada vez más para elevar el valor de los accionistas. Una empresa grande hace pública a una subsidiaria a través de una oferta pública inicial de acciones, similar a una venta parcial. Se crea una nueva empresa pública, pero la empresa grande sigue controlando la nueva y le sigue beneficiando con recursos y apoyo estratégico.

Es una acción que una empresa grande toma cuando una de las subsidiarias está creciendo muy rápido y tiene una valuación superior a otras unidades de negocio o subsidiarias de la empresa. La división de capital genera dinero porque las acciones de la subsidiaria se venden al público, pero la emisión también descubre el valor de la subsidiaria e incrementa el valor para los accionistas de la empresa grande.

La nueva unidad legal, producto de una división de capital, tiene consejo de administración distinto que la empresa grande, pero en casi todas, la empresa grande mantiene algo de control. En esos casos, algunos consejeros de administración pertenecen a ambos consejos y los accionistas de una también son de la otra, fortaleciendo los nexos entre una y otra empresa. Algunas empresas recurren a este método porque la empresa subsidiaria se ha convertido en una carga muy pesada, no necesariamente porque a la subsidiaria no le esté yendo bien.

La intención no es suficiente para que la operación sea exitosa, especialmente si la subsidiaria está muy apalancada con deuda, tiene problemas operativos o no lleva un registro contable/financiero adecuado de las ventas y utilidades. También pueden crear fricciones inesperadas entre la empresa grande y la subsidiaria.

#### *1.7.2.3 Separación de una subsidiaria o división de una empresa (spin-off)*

Se da cuando una subsidiaria de una empresa se independiza a través de una desinversión, como una venta o distribución de nuevas acciones. La empresa grande distribuye las acciones de la

subsidiaria a sus accionistas a través de dividendos de acciones<sup>20</sup>. Este método es muy difícil que se use para financiar crecimiento u otra transacción. Como en la división (*carve-out*), la subsidiaria se convierte en una entidad legal separada con dirección y consejo de administración distinta.

Esta estrategia, es generalmente una operación para separar una empresa rentable. En la mayoría de los casos, descubre el valor escondido para el accionista.

Para la empresa grande, especializa el enfoque directivo y en su negocio. Para la empresa separada, la dirección no tiene que preocuparse por la atención y el capital de la empresa grande. Una vez que se ha separado, la dirección puede explorar nuevas oportunidades.

Los inversionistas, sin embargo, deben tener cuidado de estas subsidiarias escindidas que fueron creadas por la empresa grande para separar la responsabilidad legal o reducir su deuda. Una vez que las acciones de la empresa separada se emiten a los accionistas de la empresa grande, algunos de ellos se ven tentados a deshacerse de las acciones y ponerlas en el mercado, depreciando el valor de la acción.

#### 1.7.2.4 Acciones de seguimiento (*tracking stocks*)

Es un tipo especial de acción emitido por una empresa pública que emula el valor de un segmento de una empresa. Permite que los diferentes segmentos de la empresa sean valuados de distinta forma por los inversionistas.

La razón es que una empresa con lento crecimiento que cotiza con un bajo indicador precio/utilidad puede tener una unidad de negocio con rápido crecimiento. La empresa puede emitir una acción de seguimiento para que el mercado valúe la unidad de negocio, separado de la empresa en su conjunto, y pueda tener un indicador precio/utilidad distinto, sin crear otra empresa.

A diferencia de una división de capital (*equity carve-out*) o separación de una división (*spinoff*), en este caso la empresa sigue manteniendo el control de su unidad de negocio estrella, disfrutando de sus beneficios como la sinergia y compartiendo actividades redundantes como mercadotecnia, funciones administrativas, entre otras.

Finalmente, y lo más importante, si el precio de la acción de seguimiento está muy alto, puede servir para adquirir empresas. Además, los accionistas necesitan recordar que estas acciones son clase B, es decir, no tienen los mismos derechos para votar como sí lo tienen las acciones principales o de clase A. Cada acción de seguimiento puede tener medio o un cuarto de voto. En raras ocasiones, los tenedores de las acciones de seguimiento no tienen derecho de voto alguno.

---

<sup>20</sup> Pago de dividendos hecho con acciones en lugar de con efectivo. Si el pago de dividendos se hace con efectivo, es gravado. Cuando una empresa emite un dividendo de acciones, en lugar de dinero, usualmente no tiene consecuencias fiscales hasta que las acciones sean vendidas.

1.7.2.5 Cuadro resumen

| Concepto             | Desinversión<br>( <i>Sell-off</i> )  | División de capital<br>( <i>Equity carve-out</i> )  | Separación<br>( <i>Spin-off</i> )   | Acciones de seguimiento<br>( <i>Tracking stocks</i> )   |
|----------------------|--|---|---|---|
| <b>Definición</b>    | Venta o liquidación de una parte de la empresa (activos, línea de producción, subsidiaria) a un tercero a cambio de dinero o valores | Transacción en la cual una empresa padre ofrece al público en general acciones comunes de una subsidiaria   | Transacción en la cual una empresa distribuye todas las acciones de una subsidiaria a sus propios accionistas   | Tipo especial de acción emitida por una empresa pública que emula el valor de un segmento de una empresa  |
| <b>Empresa nueva</b> | El comprador suele ser alguna empresa, por lo que no se crea una empresa   | Se crea una nueva empresa pública. La empresa padre apoya con recursos y estrategias a la nueva   | Se crea una nueva empresa pública. La empresa padre se especializa en su núcleo de negocio. La nueva, se despreocupa de la atención y capital de la empresa padre   | No. La razón es que una empresa con lento crecimiento que cotiza con un bajo indicador precio/utilidad puede tener una unidad de negocio con rápido crecimiento   |
| <b>Control</b>       | No se pierde el control de la empresa  | Siguen teniendo control de la empresa, aunque en menor grado porque vendió una parte  | Al principio, siguen teniendo control de la empresa nueva. Después, pueden mantenerlo o vender su parte a terceros  | La empresa sigue controlando su unidad de negocio estrella  |
| <b>Objetivo</b>      | Deshacerse de una parte de la empresa que no está funcionando adecuadamente  | Elevar el valor de los accionistas  | Elevar el valor de los accionistas  | Que los diferentes segmentos de la empresa sean valuados de distinta forma por los inversionistas   |
| <b>Ventajas</b>      | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Permitir una mejor valuación de la empresa</li> <li>- Recaudar dinero</li> </ul>            | Se utiliza cuando una de las subsidiarias de la empresa grande está creciendo muy rápido y tiene una valuación superior a otras unidades de negocio o subsidiarias de la empresa  | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Separar una idea o actividad rentable de una empresa</li> <li>- Explorar nuevas oportunidades</li> </ul>   | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Los accionistas tendrían mejor información de la unidad separada</li> <li>- Si el precio de la acción de seguimiento está muy alto, puede servir para adquirir empresas</li> </ul> |
| <b>Desventajas</b>   | Puede restarle los beneficios de la sinergia o economías de escala a la empresa  | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Puede haber problemas si la subsidiaria está muy apalancada (deuda), tiene problemas operativos o no lleva un registro contable/financiero adecuado</li> <li>- Pueden crearse</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Es muy difícil que se use para financiar crecimiento u otra transacción</li> <li>- Algunos inversionistas se ven tentados a deshacerse de las acciones, depreciando el valor de la acción</li> </ul> | Las acciones de seguimiento son clase B (no tienen los mismos derechos de voto)   |

## 1.8 Conclusiones

Después de conocer cuáles son las causas que originan una M&A, las definiciones y tipos de fusión y adquisición, y de otras estrategias corporativas, sus ventajas y desventajas, e implicaciones, podremos entender cuál es proceso que sigue una M&A para que sea exitosa.

En el próximo capítulo, se analizará cómo se da una M&A, desde que se anuncia hasta que se concreta la operación.

## Referencias

Copeland, T. E. & Weston, J. F.; *Capítulo 19 Fusiones, Restructuración y Control Corporativo: Teoría*; Financial Theory and Corporate Policy, Third Edition; Addison Wesley; p. 676-715; 1988.

Copeland, T. E., Weston, J. F. & Shastri, K.; *Capítulo 18 Adquisiciones, Desinversiones, Restructuración y Gobierno Corporativo*; Financial Theory and Corporate Policy, Fourth Edition; Addison Wesley; p. 753-818; 2004.

Diccionario financiero y de valores Investopedia.

Diccionario de términos económico-financieros Business Dictionary e Investor Words.

Dyer, J. H., Kale, P. & Singh, H.; *When to Ally and When to Acquire*; Harvard Business Review; R0407H-PDF-ENG; 2004.

[Fusiones y adquisiciones: ¿qué es lo mejor?](#); Alto Nivel, 3 de febrero de 2010.

Hitt, M. A., King, D., Krishan, H., Makri, M., Schijven, M., Shimizu, K., & Zhu, H.; *Mergers and acquisitions, Overcoming pitfalls, building synergy, and creating value*; Kelley School of Business, Indiana University en Harvard Business School; BH353-PDF-ENG; 2009.

*The Basics of Mergers and Acquisitions*; Investopedia.

## CAPÍTULO 2. ¿CÓMO SE LLEVAN A CABO LAS M&A?

Una M&A suele ser una transacción compleja y requiere de mucha dedicación y experiencia de los ejecutivos de alta dirección para que se lleve a cabo con éxito. El proceso que se detalla a continuación es largo, pero es necesario conocerlo.

### 2.1 Definición de objetivos

Los inversionistas de una empresa que buscan fusionarse o adquirir otra deben determinar si la compra generará valor neto en el largo plazo. Es necesario saber hacia dónde va la empresa que se desea adquirir o fusionar, así como sus objetivos a corto, mediano y largo plazo.

Algunos de los objetivos mencionados previamente son: ganar participación en el mercado, compartir tecnología, reducir actividades redundantes, entre otras.

Ya que se ha definido porqué pasar por una M&A, u otra estrategia corporativa, la empresa adquirente deberá cuestionarse si la empresa objetivo es realmente rentable, tiene potencial suficiente y si sus objetivos se alinearán a la estrategia de la empresa.

No se trata de comprar más problemas, sino todo lo contrario: soluciones.

#### 2.1.1 Consideraciones previas

Para evitar minar la transacción, se recomienda considerar un factor psicológico que pocas veces se toma en cuenta: los prejuicios en los que se basan las decisiones directivas.

¿Cómo ser lo menos subjetivo en la toma de decisiones en las distintas fases de la transacción? Durante el *due diligence* preliminar, se identifican cinco prejuicios: (Lovallo, D.; Viguerie, P.; Uhlaner, R. & Horn, J.; 2007)

- Confirmación del prejuicio: Es común que la directiva busque información que confirme su hipótesis y descarte la que no vaya con sus intereses. Para contrarrestar este problema, se tienen que considerar ambas posturas y escuchar opiniones de expertos.
- Exceso de confianza: Para evitar que la confianza se apodere de los directivos, debe haber un plan específico de integración que involucre nuevas inversiones. Además, analizar y evaluar la relación costo-beneficio en M&A similares.
- Subestimar las diferencias culturales: Los conflictos laborales producto de las diferencias entre una cultura y otra pueden dificultar el proceso de transición. Para ello, se recomienda hacer *due diligence* de la interacción humana.
- La falacia de la planeación: Los trabajadores tienden a subestimar el tiempo, dinero y otros recursos que se necesitan para completar proyectos más grandes, como las M&A. Las empresas que tienen éxito en la integración identifican formalmente las mejores prácticas y las utilizan para mejorar los esfuerzos futuros de integración.
- Conflicto de intereses: No se puede ser juez y parte. En ocasiones, quienes realizan el *due diligence* se beneficiarán más presentando sólo la información que haga más atractiva la transacción M&A. Se recomienda que existan analistas que no tengan relación con las empresas involucradas para que presente información desde otro punto de vista.

Otros autores sugieren enfocarse en la cadena de suministro para que la M&A tenga éxito. Esta visión puede garantizar el ahorro más significativo en la operación. La estrategia plantea cuatro recomendaciones: (Herd, T.; Steger, T. W. & Saksena, A. K.; 2008)

- Establecer un pronto liderazgo en la cadena de suministro: Designar un equipo de integración de la cadena de suministro dedicado tiempo completo a ello y con la credibilidad suficiente en toda la organización. Este equipo debe estar formado por personas con experiencia, directores de ambas empresas que tengan pleno conocimiento de la empresa, y en ocasiones, asesores externos. Debe tener objetivos cuantificables de corto y largo plazo, y apoyo de la directiva.
- Identificar metas realistas: Es necesario rediseñar las metas de la empresa porque, debido a la M&A, la situación de la empresa se modifica. Puede haber nuevos factores externos como ambiente de negocios, situación de la industria, culturas diferentes, etc., e internos como reducción de personal, ahorro de costos, etc.
- Diseñar una ruta crítica de implementación: Las empresas tienen que establecer requisitos para la cadena de suministro durante los primeros 100 días. Algunas empresas creen que la transferencia de control concluye el día 1 y que los trabajadores empiezan a operar bajo una sola estructura corporativa automáticamente.
- Medir los resultados críticos: Los indicadores sirven para evaluar el éxito de la integración y mantienen el equipo enfocado en las prioridades. Uno considerado frecuentemente es la cantidad de dinero ahorrado.

## **2.2 Selección de candidatos**

Una vez definido qué es lo que se quiere y hacia dónde dirigir a la empresa, se tiene que elegir una empresa con la cual efectuar la M&A. Entre los candidatos pueden estar empresas públicas y privadas, en su totalidad o divisiones de ellas, que tendrán que pasar por un filtro para evaluar cuál de ellas cumple mejor con lo que busca la primera.

De acuerdo a un análisis FODA<sup>21</sup> de la empresa adquiriente, y los objetivos que ésta persiga, se irán descartando las empresas que no cuenten con las características buscadas por la empresa adquiriente, hasta que queden verdaderos candidatos. De esta forma, es más fácil hacer un análisis exhaustivo desde todas las ópticas (fiscal, legal, operativo, financiero, comercial, tecnológico, etc.) y tomar una decisión considerando sólo las empresas que están más apegadas a la adquiriente, que de todo un universo.

Dentro de la empresa adquiriente, los trabajadores deben ser bastante prudentes y sigilosos en el manejo de información. De no hacerlo, los rumores pueden empezar a surgir y hacer que el precio de la acción (o el valor total) de la empresa objetivo aumente y complique el cierre de la transacción. (Fortier, D.; 2002)

## **2.3 Valuación de la empresa objetivo**

Un principio importante a tomar en cuenta es “lo mejor no es enemigo de lo bueno”.

---

<sup>21</sup> Fortalezas, debilidades, oportunidades y amenazas.

Naturalmente, las empresas involucradas en una M&A tienen ideas diferentes sobre el valor de la empresa a adquirir: el vendedor tenderá a valorar al máximo precio posible, mientras que el comprador tratará pagar lo menos.

Lo ideal sería llegar a un punto de equilibrio óptimo para ambas partes.

### 2.3.1 Tipos de empresas

Existen dos tipos de empresas: públicas y privadas. Cada una tiene características que es necesario tomar en cuenta a la hora de una ponderación en la elegibilidad.

En las empresas privadas, suele haber más restricciones en el derecho de transferencia de propiedad (acciones), número de propietarios (accionistas) y manejo de información que en las públicas.

Es común que las empresas privadas pertenezcan a pocas personas, o familias, y exista poca información de lo que acontece dentro de la misma. En cambio, en las empresas públicas, es más fácil transferir la propiedad, aunque suele estar más diluida. Además, las empresas públicas tienen que emitir reportes públicos periódicamente en donde se presente la situación de la misma (ej. balance general, estado de resultados, razones financieras, indicadores de desempeño principales, etc.).

Algunos factores como éstos hacen que sea más complicado y riesgoso valorar empresas privadas que públicas. Dos problemas pueden surgir ante esta dificultad:

- Pronosticar flujos futuros, debido a la falta y desconfianza de la información financiera disponible.
- Estimar el riesgo, porque los supuestos se cumplen menos en las empresas privadas.

A pesar la complejidad de valorar empresas privadas, se requiere conocer la metodología porque la mayoría de las empresas son privadas. En un entorno con cada vez más M&A, donde hay más empresas privadas, es más posible que una M&A involucre al menos una de ellas. (Dussin, D.; 2006)

En México, las premisas para que se presente una empresa privada en una M&A se cumplen. Menciono algunos datos:

- El número de empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores no supera 150. En los mercados financieros de Brasil y Chile, cotizan alrededor de 550 empresas. No se diga en países con mercados financieros desarrollados. En las bolsas de valores de Londres<sup>22</sup> y Nueva York<sup>23</sup>, están presentes 2,749 y 5,198 empresas respectivamente.
- Es complejo enlistarse en algún mercado bursátil. Existe una serie de normativas para entrar y para mantenerse.

---

<sup>22</sup> London Stock Exchange, LSE. Número de empresas a marzo de 2010.

<sup>23</sup> New York Stock Exchange, NYSE. Número de empresas a marzo de 2010.

- Tres de cada cuatro empresas en el país se encuentran en la informalidad<sup>24</sup>.

Adquirir una empresa privada puede tener sus ventajas debido a que la empresa adquirente puede tener más control y flexibilidad, y menos obligaciones hacia los accionistas y organismos regulatorios.

### 2.3.2 Métodos de valuación

Existe una amplia variedad de métodos y herramientas para valorar una empresa. Las más comunes se describen a continuación: (Chaplinsky, D.; Schill, M. J. & Doherty, P.; 2005)

- Flujos de efectivo descontados: Se toma en cuenta el valor del dinero en el tiempo. Se estiman los flujos de efectivo<sup>25</sup> futuros en un periodo de cinco o diez años, y se descuentan a valor actual a una tasa de interés que refleje el riesgo de estos flujos. Generalmente esta tasa es el costo promedio ponderado de capital<sup>26</sup>.
- Valor contable: Puede ser apropiado para empresas con activos no intangibles, activos valorados a precio de mercado y operaciones estables. Las desventajas de este método son que depende de las prácticas contables de la empresa e ignora activos intangibles como marcas, patentes, know-how y capacidad directiva, y las variaciones de precio por inflación u otros factores contables o de activos.
- Valor de liquidación: Se refiere a la venta de activos en un punto de tiempo. Puede ser apropiado para empresas con incertidumbre financiera u operativa. Existe dificultad para obtener consenso en la valoración y puede ignorar activos intangibles valiosos.
- Valor del costo de sustitución: En algunos casos, las adquisiciones se basan en el costo de remplazo de la empresa objetivo, es decir, en la suma de toda la maquinaria, el equipo y costos de personal. La empresa adquirente puede literalmente ordenarle a la objetivo que venda al precio, o creará otro competidor pagando lo mismo. Naturalmente, esta última acción tomaría tiempo porque hay que armar un buen equipo de dirección, adquirir propiedades y utilizar el equipo adecuado. El método de poner un precio no tendría mucho sentido en el sector servicios, donde los activos clave, personas e ideas, son difíciles de valorar y desarrollar.
- Valor de mercado de negocios bursátiles: Este método es usado más a menudo para valorar el capital de la empresa calculado como precio de acción por número de acciones en circulación. También puede utilizarse para valorar a la empresa: sumándole al valor del capital de la empresa, el valor de la deuda. Esta última se obtiene tomando el precio del bono y el total de bonos vigentes. No es un método muy usado por las empresas poco conocidas, con acciones en bolsa con poca bursatilización o muy intermitentes, y menos por las empresas privadas.
- Transacciones múltiples para negocios comparables: Valuación relativa con una empresa y transacciones comparables. Se refiere a la comparación del precio de un activo a valor de

---

<sup>24</sup> Considero que una empresa informal, para efectos de valuación, puede ser considerada “privada” porque cumple con las características mencionadas: transferencia de control, pocos propietarios e información no disponible.

<sup>25</sup> Flujo = [Utilidad antes de impuestos e intereses o EBITDA \* (1 – % de Impuestos)] + Depreciación – gastos de capital para activo fijo – pago de impuestos – variación en capital de trabajo.

<sup>26</sup> En inglés *Weighted Average Cost of Capital, WACC*.

mercado contra otros activos similares. Es útil para saber cómo reaccionó el mercado ante una noticia similar y determinar una prima de adquisición que esté dentro del promedio.

- Indicadores comparativos (razones financieras): Los siguientes son ejemplos de indicadores para comparar empresas:
  - Razón precio/utilidad: Con este indicador, la empresa adquiriente hace una oferta que es un múltiplo de las utilidades de la empresa a adquirir. Comparando esta razón con las de empresas similares en la industria puede servir como guía para determinar el múltiplo.
  - Razón valor de la empresa/ventas: Con este indicador, la empresa adquiriente hace una oferta como múltiplo de las ventas, pendiente de la razón precio/utilidad de empresas similares en la industria.

Los expertos que se encargan de valorar empresas, generalmente se basan en varios métodos para que la valuación sea lo más precisa posible. La mayoría de los datos que se necesitan para elaborar la valuación se obtienen del balance general y/o del estado de resultados de la empresa.

Se recomienda que la valuación de la empresa objetivo se realice de una forma autónoma. Puede ser valioso por dos razones: (Chaplinsky, D.; Schill, M. J. & Doherty, P.; 2005)

- Puede proporcionar una visión que la empresa objetivo es capaz de dirigirse por sí misma.
- Además, puede ser comparada con el valor comercial actual de la empresa objetivo. Esto sirve para saber si la empresa está sobre o subvaluada por el mercado, aunque no siempre es tan exacto porque los mercados no son completamente eficientes.

La correcta y precisa valuación de empresas es un factor de mucho peso en el precio de la empresa objetivo. He ahí su importancia. Una sobrevaluación puede hacer que la adquisición sea muy costosa para la empresa adquiriente y con ello desalentar la posible adquisición.

## **2.4 Anuncio de la empresa adquiriente**

El anuncio de una M&A genera información nueva en los mercados de valores. Generalmente, el anuncio se hace mientras el mercado de valores está cerrado (Baldwin, C. Y.; 2008). Esto permite que los accionistas y directores evalúen las noticias relacionadas y cuando el mercado reabre, analicen de nuevo la información disponible, pero ahora de acuerdo a lo sucedido durante el periodo intermedio.

Los precios de las acciones después del anuncio<sup>27</sup>, tanto de la empresa adquiriente como objetivo, indican lo que piensan los inversionistas acerca de la transacción. El precio indicará si el mercado cree que la transacción pueda efectuarse bajo los términos establecidos y el valor presente de cada empresa. Cuando el mercado percibe algún riesgo, por mínimo que sea, el precio de la acción puede ser utilizado para inferir lo que estima el mercado sobre la sinergia.

---

<sup>27</sup> Este efecto se conoce como efecto de anuncio del día siguiente (*one day announcement effect*).

Si el riesgo de evento<sup>28</sup> es muy grande, lo que el mercado piensa de la sinergia no podrá inferirse de los precios de las acciones después del anuncio.

Las tres principales causas de riesgos de evento son las siguientes:

- **Obstáculos regulatorios:** En este caso, las acciones de ambas empresas estarán valuadas a descuento porque la sinergia sólo se dará si se cierra la transacción. Durante el periodo de incertidumbre regulatoria<sup>29</sup>, las dos acciones no estarán perfectamente correlacionadas y el riesgo de arbitraje será persistente. Cuando se hayan eliminado todos estos obstáculos, las dos acciones estarán perfectamente correlacionadas y el arbitraje desaparecerá.
- **Ofertas competidas:** Si un arbitrajista<sup>30</sup> cree que habrá más de una empresa pugnando por otra, el precio de la empresa objetivo será mayor que su valor teórico.
- **Descubrimientos y acontecimientos posteriores:** Existen otros factores que pueden poner en peligro la transacción como la distorsión o deformación de hechos significativos por cualquiera de las partes y retos a la transacción por los directores o accionistas que están en contra.

Definitivamente hay transacciones que tienen mayor posibilidad de efectuarse que otras. No siempre los factores internos (habilidad y voluntad de la alta dirección, situación de la empresa, etc.) y externos (entorno, competencia, riesgos, etc.) se alinean para el cierre de la transacción.

Los arbitrajistas, quienes promueven la relación entre los precios de las acciones de ambas empresas desde que se anuncia la oferta hasta que se efectúa, son vulnerables a estos riesgos de evento. De este modo, el comportamiento después del anuncio de los precios de las acciones de ambas empresas, y especialmente el arbitraje entre ellas, revela la evaluación conjunta del arbitrajista acerca de la probabilidad de cerrar la transacción.

Considerar los riesgos de evento y de arbitraje es importante porque es de las primeras partes del proceso que requiere una M&A. Tener problemas desde el anuncio de la M&A, puede afectar gravemente a la empresa adquiriente o resultante.

---

<sup>28</sup> En inglés, *event risk*. Es el riesgo ocasionado por eventos imprevistos total o parcialmente por una empresa. Dos ejemplos: una reorganización corporativa o recompra de bonos que tienen un impacto positivo o negativo en el precio de mercado de la acción.

<sup>29</sup> Mientras organismos regulatorios (como las comisiones de competencia, los organismos antimopolios, entre otros) aprueben la transacción entre las empresas.

<sup>30</sup> Quien ejecuta el riesgo de arbitraje. Usualmente es un banco de inversión. El riesgo de arbitraje sirve para mejorar la relación entre los precios de las acciones de ambas empresas. Consiste en comprar acciones de una empresa objetivo, mientras que se toma una posición corta de acciones de la empresa adquiriente. Usualmente, el precio de mercado de la acción de la empresa objetivo es menor que el precio ofrecido por la empresa adquiriente. Esta diferencia entre los dos precios depende de la probabilidad y el tiempo en que la compra se efectúe. Así mismo, el precio de la acción de la empresa adquiriente baja, por lo que la venta en corto produce una utilidad. La apuesta en el arbitraje es que la diferencia de precio será eventualmente de cero, cuando la compra sea completada. El riesgo, evidentemente, es que la transacción no se efectúe y por lo tanto, la diferencia de precios se expanda masivamente.

## 2.5 Oferta de la empresa adquiriente

En la fase de la oferta, el prejuicio es ganar a como dé lugar. Grave error. Es común que exista más de un competidor pujando por una misma empresa, lo que ocasiona que el precio de la M&A se eleve. Como respuesta, la empresa puede fijar un tope para salirse de la oferta cuando no le convenga o establecer una relación más estrecha entre la compensación otorgada a los responsables de la transacción y el costo total de la transacción para que los responsables no busquen a como dé lugar que la transacción se efectúe. (Lovallo, D.; Viguerie, P.; Uhlaner, R. & Horn, J.; 2007)

A diferencia del anuncio, la oferta es la parte que indica la forma: la cantidad de acciones a adquirir, el precio, la forma de pago y las condiciones de la transacción.

La empresa adquiriente tiene que evaluar junto con sus asesores financieros o con la banca de inversión, cuánto está dispuesta a pagar por la empresa objetivo y cómo: en efectivo, con acciones, una mezcla de ambas o de otra forma. La oferta propuesta se publica en los principales medios financieros (business press), planteando el precio y la fecha límite en la cual los accionistas de la empresa objetivo deben aceptar o rechazar.

Durante la oferta, es importante considerar una cantidad extra ya que el proceso de M&A puede demorarse muchas semanas. Entre el día que se hace la propuesta y el día en que se cumplen los términos, el monto a pagar puede variar.

### 2.5.1 Mecanismos de protección

A raíz que el precio de la acción se ha convertido en un factor muy importante a considerar debido al intercambio de acciones entre las empresas involucradas, se han diseñado mecanismos de protección de precio. Los más conocidos son el límite inferior<sup>31</sup> y el límite superior<sup>32</sup>. (Baldwin, C. Y.; 2009)

El límite inferior es una cláusula que asegura que los accionistas de la empresa objetivo recibirán una cantidad establecida por las acciones de la empresa adquiriente. De esta forma, si el precio de la acción adquiriente cae mucho, evita que tenga que emitir más acciones para compensar la paridad con las acciones de la empresa objetivo y poner en riesgo la transacción. Es el equivalente de comprar una opción *call*.

Así como el límite inferior previene la caída del precio de las acciones de la empresa adquiriente, el límite superior ayuda a establecer un techo al crecimiento de la acción de la empresa objetivo. Mediante este contrato, los accionistas de la empresa adquiriente no pagarán más por cada acción de la empresa objetivo. Es similar a emitir una opción *put*.

Un ejemplo: Supongamos que la empresa A ofrece comprar 100% de las acciones de B a través de un intercambio de acciones. La empresa A tiene 100 millones de acciones a un valor de \$100 cada una. Y la empresa B, 1 millón de acciones a \$75 cada una. El arreglo es que A emitirá 1 millón de acciones para cambiarlas por el millón de acciones de B.

---

<sup>31</sup> En inglés, *floor*.

<sup>32</sup> En inglés, *caps*.

| Mecanismo de protección para A  | Accionistas de empresa A  | Accionistas de empresa B  | Equivalente a  |
|---------------------------------|---|---|--|
| <b>Límite inferior en \$80</b>  | Evitar emitir gran cantidad de acciones si el precio baja mucho | Recibir cuando menos \$80 por acción de A, independientemente lo que pase con A | Recibir \$80 por acción de B más una opción para comprar 1 acción de A, a un precio de ejercicio de \$80 <sup>33</sup> |
| <b>Límite superior en \$120</b> | No pagar más de \$120 por acción de B                           |   | Recibir \$120 por acción de B menos una opción para vender 1 acción de A, a un precio de \$120 <sup>34</sup>           |

## 2.6 Respuesta de la empresa objetivo

Una vez que la oferta se ha hecho, la empresa objetivo puede tomar varias acciones dependiendo de la reacción de la dirección y las condiciones de la propuesta.

La más sencilla es simplemente aceptar los términos de la oferta. Si la alta dirección y accionistas de la empresa objetivo están de acuerdo con la oferta, procederán con la transacción sin muchos contratiempos.

Una reacción intermedia sería intentar negociar para elevar el precio de compra o hacer más atractivos los términos específicos para la empresa objetivo.

En una fusión, hay muchos intereses para la dirección de la empresa que se deben revisar, sobre todo, sus puestos de trabajo. Si no están satisfechos con los términos de la oferta, la dirección de la empresa objetivo negociará términos más amigables que les permitan mantener sus empleos, trabajar en un mejor lugar u obtener un mejor contrato colectivo o paquete de compensaciones.

No es sorprendente que las empresas objetivo más buscadas tienen mayor libertad de negociación. También, los directores que tienen mayor poder de negociación son los que demuestran que son pieza fundamental para el éxito de la fusión.

Sin lugar a duda, la alternativa menos deseada para la empresa objetivo sería ejecutar una acción para defenderse de una toma hostil y hacer todo lo posible para evitar un *takeover*.

<sup>33</sup> Si el precio de la acción de A es mayor a \$80, los accionistas de B ejercerán la opción call y comprarán acciones de A en \$80, aunque estén más caras en el mercado. Asumiendo que no hay que pagar impuestos ni costos de transacción, los accionistas de B pueden salir a vender las acciones al mercado y obtener una utilidad.

<sup>34</sup> Si el precio de la acción de A es menor a \$120, los accionistas de A ejercerán la opción put y venderán las acciones de A en \$120, aunque estén más baratas en el mercado. Asumiendo que no hay que pagar impuestos ni costos de transacción, los accionistas de A pueden salir a comprar las acciones al mercado y obtener una utilidad.

## 2.7 Cierre de la transacción

Finalmente, una vez que la empresa objetivo acepta la oferta y se ha cumplido con las condiciones regulatorias, se ejecuta la M&A.

Una vez que se ha aceptado la oferta, la empresa adquiriente tiene oportunidad de un *due diligence* adicional porque ya puede conocer más a detalle la información de la empresa objetivo y determinar las condiciones finales de la transacción. En esta fase, aparecen dos predisposiciones directivas: (Lovallo, D.; Viguerie, P.; Uhlener, R. & Horn, J.; 2007)

- No reaccionar ante noticias sorprendentes. La solución es contratar expertos distintos para examinar aspectos relevantes de la transacción
- Creer que todo está perdido. La respuesta puede ser tener planes de recuperación y opciones alternativas.

La compra de acciones<sup>35</sup> con dinero es una acción válida. Esta transacción se registra como una venta gravable de acciones de la empresa objetivo. Si la transacción se hace con acciones en lugar de dinero, no es gravable. Simplemente hay un intercambio de certificados accionarios. El deseo de evitar la parte fiscal explica la simplicidad y la probabilidad para que más transacciones de M&A se hagan por esta vía.

Cuando una empresa es comprada con acciones, las nuevas acciones de la empresa adquiriente son emitidas directamente a los accionistas de la empresa objetivo. Estas nuevas acciones sólo serán gravadas cuando sean vendidas.

Cuando se cierra el trato, los inversionistas usualmente reciben nuevas acciones para sus portafolios, debido a que la empresa adquiriente incrementó su número de acciones. En ocasiones, los inversionistas reciben nuevas acciones que están relacionadas con la empresa nueva, creada después de la M&A.

## 2.8 Comunicación de la transacción

Si bien las decisiones de los altos ejecutivos no son de conocimiento público y no suelen llegar a oídos de los trabajadores, se debe informar el cambio que está sufriendo la empresa. De lo contrario, pudiera generar incertidumbre en los distintos grupos de interés de la empresa y perjudicar la operación de la misma.

La comunicación es esencial cuando se dirigen personas durante un periodo de cambio organizacional. Una buena estrategia de comunicación puede ayudar a los empleados a transitar de un estadio a otro mientras la organización también lo hace. Además, puede dirigir a los trabajadores a olvidar el pasado y aferrarse a la nueva organización, permitiéndole a la empresa incrementar su valor pronto

Comunicar la estrategia también ayuda a mitigar algunos riesgos que implican los M&A como la pérdida de talento, disminución del servicio al cliente y satisfacción, falta de confianza en el liderazgo y resistencia al cambio.

---

<sup>35</sup> Los accionistas de la empresa objetivo reciben dinero a cambio de sus acciones.

### 2.8.1 ¿Cómo establecer una comunicación exitosa?

Para cualquier M&A, la comunicación debe empezar desde antes de la oferta y se divide en cuatro fases: (Sanchez, P.; 2008)

- a) Investigación: En esta etapa, el comunicador debe tener información relevante sobre la transacción.

Esto incluye conocer objetivos de la M&A, los mayores grupos de interés dentro y fuera de la empresa, el tiempo que durará el proceso de la M&A y sus fases.

- b) Planeación: El plan en sí mismo contiene mensajes que deben ser comunicados, la audiencia que recibe el mensaje, los métodos usados para recopilar reacciones y canalizarlas al área correspondiente, y la evaluación de la efectividad. Todos los elementos de comunicación, desde la información hasta lo legal, finanzas y operaciones, deben ser coordinado con el equipo destinado con el cierre de la M&A.

Después que el plan de comunicación es desarrollado, se deben diseñar las técnicas de implementación siguiendo los siguientes pasos:

- Identificar los grupos de interés principales.
  - Recopilar información existente sobre el estado de la fuerza laboral de trabajo.
  - Mapear los procesos existentes de comunicación.
  - Basado en las metas y objetivos, desarrollar:
    - Un mensaje concreto.
    - Un horizonte de tiempo.
    - Mezcla de medios de difusión (internos y externos).
    - Programa de implementación:
      - Actividades de consciencia: anuncios, presentaciones, etc.
      - Entendimiento: información más detallada sobre determinados temas.
      - Cooperación: Sesiones de preguntas y respuestas dirigidas por los jefes de área o departamento.
      - Comunicación de dos vías.
- c) Implementación: Uno de los más importantes elementos de la comunicación durante la M&A es la visibilidad de los directores. Ante eventos de incertidumbre como éstos, es necesario que el sentido de liderazgo esté presente.

El plan de comunicación debe otorgarles oportunidades a los directores para tratar asuntos directamente con los empleados. La comunicación cara a cara es un antídoto muy fuerte al sentido de pérdida e incertidumbre que suele presentarse durante una M&A. Los líderes deben informar a sus empleados sobre la naturaleza la M&A, el proceso de largo plazo por el que está pasando la empresa, entre otras cuestiones importantes.

Esta comunicación directa debe menguar el impacto sobre los empleados, consumidores y productos. Incluso si todos los detalles no son conocidos cuando se anuncia la transacción, es más importante comunicar el hecho que no hacerlo. Si los empleados productivos están preocupados

pensando en cómo terminará la M&A y cuál será su condición después de la transacción, no podrán concentrarse totalmente ni trabajar al mismo ritmo que antes.

Algunas personas poco comunicativas involucradas en la M&A tienden a pensar que lo que puede aportar la comunicación está limitado a las noticias que aparecen en los medios de comunicación y a los memorándum internos cuando anuncian que la transacción se ha cerrado, seguido de comunicados esporádicos sobre cambios dentro de la organización y estrategias. Pero la comunicación comprensiva, planeada y ejecutada, contribuye positivamente a mejorar los resultados de la transacción.

- d) Evaluación: Cuando se haya cerrado la transacción, evaluar el progreso con respecto a los objetivos de la M&A es crítico para mantener los esfuerzos de integración.

Establecer medidas de éxito e incluir retroalimentación de los consumidores y proveedores son formas ejemplares que contribuyen a la comunicación. La comunicación puede jugar un rol más importante en evaluar la percepción de progreso y alineación con la estrategia de la empresa adquiriente. Esta información permitirá saber cómo va la empresa, y corregir el rumbo si algo está fallando.

### 2.8.2 Retos de la comunicación

Comunicar los cambios durante una M&A es particularmente desafiante por los siguientes motivos: (Peterson, L.; & Voules, S.; 2007)

- Paz de cambio: Los líderes son presionados por el consejo de administración y accionistas para que en la M&A, entreguen resultados rápidamente y generen el cambio. Todos los días se toman decisiones, y ante un nuevo escenario, los empleados pueden sentirse olvidados en esta dinámica. Sin un efectivo proceso de comunicación que permita una conversación honesta y en tiempo real entre jefes y empleados, los rumores e indirectas llegarán y permearán dentro de la organización.
- Rol de los directores. Se pueden convertir en el canal de comunicación más importante si logran lo siguiente:
  - Creer en la estrategia y ser congruente con la historia.
  - Decir la verdad, y hacerlo lo más pronto posible.
  - Personalizar los mensajes.
  - Invitar al diálogo, escuchar abiertamente y responder rápido.
  - Tener comportamiento ejemplar y ayudar activamente a ejecutar el cambio.
  - Dirigir el comportamiento.
- Normatividad sobre la comunicación: Las reglas establecidas acerca del nivel de información que puede ser publicada en varios puntos durante la transacción. La organización debe cumplir estos requerimientos y asegurar que los empleados sepan qué información pueden hacer pública y cuál no. Si los empleados sienten que los directivos están ocultando arbitrariamente información, puede generar desconfianza.
- Los directivos van más allá en el proceso de cambio: Como se mencionó, los líderes y empleados tienden a tomar diferentes puntos de cambio. En una M&A, los directivos conocen la información antes que los empleados, por tanto, deben saber qué responder y cuál es su punto de vista sobre la transacción.

- La cultura es un factor importante: Ésta puede ser definida como los comportamientos, prácticas y proceso compartidos dentro de una organización. Si una cultura alineada ayuda a una organización a alcanzar sus objetivos, la comunicación de la M&A requiere especial atención a los asuntos culturales. Al juntar dos culturas, es normal que se presenten diferencias entre una forma de pensar y otra.

La comunicación efectiva es una herramienta muy eficiente para soportar y acelerar el cambio organizacional en las estrategias corporativas. La inversión de tiempo, energía y recursos en la comunicación no sólo sirve para ganarse el corazón y la mente de los trabajadores, sino también para motivar una elevada productividad con impacto directo e inmediato en toda la empresa.

## 2.9 Integración posterior a la transacción

El éxito de una M&A no se percibe en el momento que se cierra la transacción, sino hasta tiempo después. Por ello, es necesario atender la integración de las empresas participantes. La plena integración se dará cuando las empresas involucradas adopten una cultura laboral conjunta, pasen por una curva de aprendizaje y se vean los resultados de las sinergias.

Cuando la empresa conjunta o nueva empiece a generar resultados, positivos o negativos según sea el caso, ahora sí, se podrá determinar si la transacción tuvo éxito.

Por esta razón, es necesario incluir un proceso de integración en la administración del proyecto. Se recomiendan algunos consejos:

- Formar un equipo de integración: Este grupo de personas deben ser expertas en las áreas funcionales implicadas en la M&A; tiene que estar dirigido por alguien con experiencia en alguna transacción similar y que pueda conciliar con consultores externos. El equipo debe dedicarse tiempo completo a la integración M&A y no a la operación día a día de la empresa.
- Entender la posición estratégica de la empresa y diseñar la integración adecuadamente: Debido a que las M&A pueden efectuarse por diversas razones, es necesario saber en cuál se encuentra la empresa para poder determinar los factores que podrán influir. Algunos de ellos pueden ser la cultura de rivalidad entre las empresas involucradas previa a la M&A, la regulación del lugar o sector de la empresa objetivo, diferencias entre los consumidores de ambas empresas, entre otras.
- Pensar hasta qué grado será la integración: Un mito en las M&A es que la integración entre ambas empresas tienen que ser total, y no siempre es así. Por ejemplo, uno podría esperar que los conglomerados o las empresas de capital privado mantuvieran sus divisiones por separado, mientras que en el sector manufacturero, uno esperaría que una empresa absorbiera a la otra para aprovechar su capacidad ociosa.
- El *due dilligence* no es sólo hacia la empresa objetivo: Una M&A también pueden servir para hacer una reevaluación de la empresa adquiriente y para tomar lo bueno de la empresa objetivo. No siempre la cultura del comprador tiene que imponérsele al vendedor. Es válido tomar lo bueno de la empresa objetivo y aplicarlo en la adquiriente, sobre todo cuando el valor de ambas empresas reside en su capital intelectual y humano, como es el caso de las empresas que prestan servicios profesionales (consultoría, publicidad, diseño, planeación, etc.).

- Comunicar: Todo cambio es difícil e incierto. Por ello, se vuelve imprescindible informar las nuevas políticas, tiempos de entrega, pasos siguientes y objetivos nuevos. La transparencia en la comunicación servirá para disipar las dudas y preocupaciones de todos los grupos de interés de la empresa.
- Considerar el ritmo y la velocidad: La transición debe ser rápida para que la posibilidad de regresar al esquema anterior sea mínimo. Es mejor tomar las decisiones de cambio con la información disponible, que no decidir por falta de información. Cuando el cambio es paulatino, la posibilidad de volver al esquema anterior tiende a elevarse, sobre todo si los resultados no son del todo favorables.
- Prioridades del primer día: Establecer las bases en la que estará asentada la empresa resultante es vital. Algunas de estas cuestiones serían cómo estaría conformado el equipo directivo, quién será responsable de qué funciones y explicar ante los grupos de interés qué pasó.
- Establecer medidas para evaluar el progreso: Sirve para saber, basado en datos cuantitativos, si la transacción está teniendo éxito y si no, tomar las medidas adecuadas a tiempo.
- Promover a los líderes: Debido a la reestructuración que ocasiona una M&A, es probable que resurjan los problemas viejos, se escondan los existentes y se presenten nuevos problemas. Para evitar problemas ante este nuevo entorno, se recomienda deshacerse de las personas que están en contra del cambio, también conocidos como detractores, y promover a quienes están a favor, a los líderes.

## 2.10 Actores que intervienen en la M&A

Hay consultores, bancos de inversión y empresas especialistas en ofrecer asesoramiento con respecto a las M&A para las operaciones de compra-venta, fusión, escisión, Joint Ventures y alianzas estratégicas. Éstos no proveen financiamiento, sólo la asesoría y dirección para que la operación tenga éxito. En EUA, las empresas dedicadas a este tipo de consultoría se conocen como “empresas transición”, y están sujetas a la regulación de la SEC.

Estas empresas transición ayudan a las empresas adquirientes a seleccionar mejor a su empresa objetivo y mejorar el proceso de transición en las M&A.

## 2.11 Conclusiones

Es importante conocer y entender el proceso para aplicar una metodología a la hora de pasar por un M&A. No hay una receta única para las empresas, pero sí “guías de buenas prácticas” que son recomendables seguir.

## Referencias

- Baldwin, C. Y.; *Evaluating M&A Deals-Announcement Effects, Risk*; Harvard Business School; 208103-PDF-ENG; 2008.
- Baldwin, C. Y.; *Evaluating M&A Deals, Floors, Caps and Collars*; Harvard Business School; 209138-PDF-ENG; 2009.
- Chaplinsky, S., Schill, M. J. & Doherty, P.; *Métodos de valoración para fusiones y adquisiciones*; Darden Business School; UVA-F-1274-LAS; 2005.
- Diccionario financiero y de valores Investopedia.

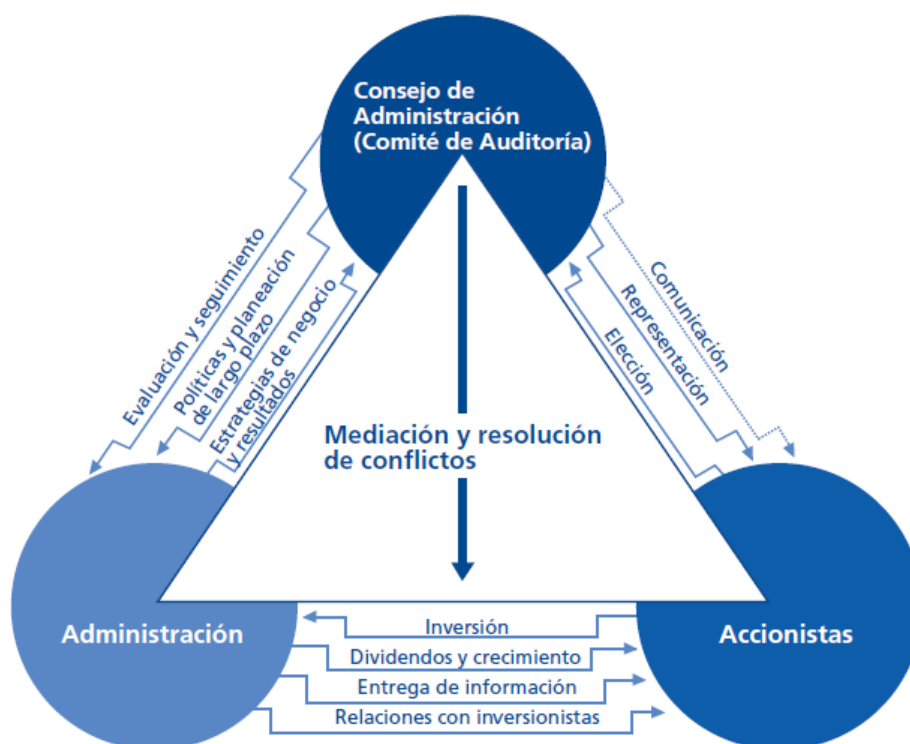
Diccionario de términos económico-financieros Business Dictionary e Investor Words.  
Dussin, D.; *Note on Private Company Valuation*; Ivey; 9B01N009; 2006.  
Fortier, F.; *Note on Mergers and Acquisitions and Valuation*; Ivey; 9A95B023; 2002.  
Guerrero, B.; *Claves para manejar exitosamente una fusión*, América Economía, marzo de 2010.  
Herd, T., Steger, T. W. & Saksena, A. K.; *Improving the Odds of M&A Success*; Harvard Management Update; U0809B-PDF-ENG; 2007.  
Lovallo, D., Viguerie, P., Uhlener, R. & Horn, J.; *Deals Without Delusions*; Harvard Business Review; R0712G-PDF-ENG; 2007.  
Peterson, L. & Voules, S.; [Mastering M&A communication: Helping employees to deal with the deal. Reflections on M&A: The Human Capital Dimension](#), Mercer Human Resource Consulting, 2007.  
Sanchez, P.; [M&A Communication Best Practices](#); ABC, APR, 2008.  
[México aumentará fusiones y compras en 2010](#); Alto Nivel; enero de 2010.

## CAPÍTULO 3. MERCADO DE CONTROL CORPORATIVO

Según la Gran Enciclopedia RIALP, una de las características esenciales de la empresa en el modelo capitalista es la producción bajo el punto de vista de los costos y beneficios. Esto incluye la utilización en el proceso productivo de maquinaria y otros bienes de capital que, en su mayor parte, no pertenecen a los trabajadores.

Este modelo implica una separación entre quienes proveen los recursos y quienes los trabajan (ver Gráfica 3.1). La unión de funciones entre estos grupos debe producir una utilidad, para que la empresa pueda seguir funcionando y arroje beneficios para quienes invierten en la empresa y quienes trabajan en ella.

Gráfica 3.1 Distintas interrelaciones entre los accionistas, consejo y administración de la empresa (Cruz, G.; 2004)



Si alguno de estos grupos no cumple con su función, el desempeño de la empresa puede verse afectado y hacer que ésta cierre debido a los costos de operación.

En este capítulo analizaremos cuál es el rol de los propietarios en el accionar de la empresa, y qué sucede cuando no es el adecuado.

### 3.1 Justificación

Actualmente, es muy común que los inversionistas y accionistas de una empresa deleguen la autoridad a ejecutivos profesionales que son contratados para tomar las decisiones del día a día: producción, inversión, mercadotecnia, fijación de precios, logística, entre otras. Sin embargo, los

accionistas no siempre pueden monitorear el desempeño de los ejecutivos. Bajo esas circunstancias, los ejecutivos de la empresa no siempre toman decisiones para maximizar la riqueza de los accionistas. Ellos pudieran dejar de cumplir con sus obligaciones con tal de perseguir sus propios objetivos como por ejemplo, evitar los riesgos, maximizar sus compensaciones e incentivos y gastar dinero en proyectos que les den prestigio. (OCDE, 2003)

Así, mientras que los directivos quedan conceptuados como personas que van en busca de poder, prestigio y dinero, y por ello tratan de imponer a la empresa unos objetivos más acordes con los suyos, propios y consistentes con sus propias motivaciones, los accionistas están interesados sólo en los beneficios.

Dependiendo de la información disponible, los precios de la acción de la empresa podrán subvaluarse, lo que generaría incentivos a un grupo (accionistas y/o directivos) a adquirir la empresa y volverla más eficiente. Tomando el control y cambiando, por consecuencia, la dirección, las prácticas de la dirección y reasignando recursos, los activos de la empresa adquirida pueden generar más valor y beneficios.

Jensen y Ruback<sup>36</sup> sostienen que a veces los directivos no entienden la naturaleza de las condiciones dinámicas durante una reestructuración en las empresas. Esto puede suceder en algunos equipos directivos, que se vuelven anacrónicos. Quieren seguir aplicando las estrategias, prácticas y estilos que les resultaron durante muchos años.

El mercado de control corporativo y la competencia en los mercados de productos y servicios juegan un papel muy importante porque se incentivan entre sí a reforzar la eficiencia. Por ello, es necesario conocer qué debe tomarse en cuenta a la hora de un cambio de miembros del organigrama o de la estructura jerárquica de cualquier empresa para que la empresa no se vea perjudicada ante la ausencia de un adecuado control corporativo.

Respecto a México, esto no es algo fuera de contexto. Por el contrario, es algo que ocurre de manera permanente en el mercado mexicano, aunque todavía no es tan relevante en el contexto internacional. Lamentablemente en el mundo empresarial, tanto en México como en el extranjero, existe un buen número de prácticas que han resultado frecuentes y que impiden una adecuada prevención por parte de los consejeros y accionistas, y han motivado importantes fracasos empresariales. Entre ellas tenemos principalmente: (Cruz, G.; 2004)

- Sobreestimar cargos por reestructuras para satisfacer utilidades estimadas futuras.
- Castigos inapropiados.
- Acumular reservas o provisiones en exceso en buenos tiempos para aplicarse en periodos menos favorecidos.
- Reconocimiento prematuro de ingresos.
- Inadecuado diferimiento de gastos.
- Mal uso del concepto de materialidad para manipulación contable.
- Ocultamiento de pérdidas o bajas en los márgenes de rentabilidad.
- Prácticas de crédito y tesorería inseguras sin control.

---

<sup>36</sup> M. C. Jensen y R. S. Ruback, "The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence", *Journal of Financial Economics*, 11 (abril de 1983) & M. C. Jensen, "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers", *American Economic Review* (mayo de 1986).

- Inadecuado proceso de cobranza y alta inmovilización.
- Estrategia de negocio equivocada e inconsistente con la práctica de negocio.
- Implantación y/o funcionamiento de procesos ineficientes, duplicados, costosos, obsoletos.

### 3.2 Definición

Jensen y Ruback acuñaron la frase “mercado de control corporativo<sup>37</sup>” para designar el área en la cual los equipos de la administración alternativa compiten por los derechos para dirigir las actividades corporativas.

Esta pugna por la dirección de la empresa tiene su razón de ser. Desde un punto de vista de sustentabilidad, es deseable que las empresas se encuentren dirigidas por equipos directivos y consejos de administración que posean las mayores cualidades y conocimientos posibles para que sigan siendo productivas y competitivas en el corto, mediano y largo plazo.

En un entorno tan dinámico a nivel local y global como el actual, los accionistas buscan que sus empresas estén representadas por los ejecutivos más capacitados posibles en cuanto a liderazgo, negociación y conocimiento de la empresa y el entorno.

Debido a ello, cada vez más el mercado de control corporativo se ha vuelto más importante en las economías de mercado desarrolladas, y lo está siendo en las economías emergentes, porque es el mecanismo básico que se encarga de dirigir la estrategia durante los cambios que ocurren dentro y fuera de las empresas. La separación entre la propiedad y la gestión dentro de las empresas actuales hace necesario que exista un control, una evaluación, y en su caso una reestructuración, en el ordenamiento de la empresa. (Campa, J. M.; 2008)

Es tradicional que el control sobre la gestión lo realice quien o quienes tengan la propiedad de la empresa. Sin embargo, en situaciones en que la propiedad se encuentra dispersa, diluida, o que existan diferencias de opinión entre grupos de accionistas dentro de la empresa, la capacidad de

---

<sup>37</sup> En inglés, *market for corporate control*. El control puede definirse como el hecho de contar con un voto de mayoría en la junta directiva. De acuerdo con Fogelberg (1980:61) y Fox & Hamilton (1994:72) en García Soto, M. G. (2003) hay cuatro clasificaciones de control:

- Control mayoritario: Cuando la mayoría del capital (>50%) la posee un accionista o un grupo con aspectos comunes.
- Control minoritario: Cuando el accionista individual o el grupo tiene votos suficientes para controlar la compañía en su propio interés. Para ello se tiene que controlar entre 15% y 50% de los votos, estando este porcentaje representado en consejo.
- Control conjunto: Cuando existe una fuerte relación entre la minoría y la dirección o existe un control directivo por parte de esta minoría. Pueden darse dos situaciones:
  - El accionista minoritario o grupo minoritario posee entre 10 y 15% de la propiedad y representación en el consejo.
  - La propiedad controlada es más de 5%, con representación en el consejo e involucrado activamente en la dirección.
- Control directivo: La propiedad se encuentra tan dispersa que no existe ni un accionista individual o grupo que tenga un control minoritario lo bastante grande para permitirle ejercer un control sobre las decisiones de la empresa.

ejercer el control sobre la propiedad puede verse disminuida. Es aquí donde el mercado corporativo muestra su importancia.

El mercado de control corporativo requiere la posibilidad de cambiar el control, y la propiedad si fuera necesario, para la construcción de un mejor plan de negocio dentro de la empresa. Generalmente, para realizar un cambio efectivo en el control y en la gestión de la empresa es necesario contar con suficiente control sobre la propiedad de la misma. El mecanismo de mercado implica que el comprador está dispuesto a pagar un precio por encima del que refleja el mercado para adquirir el control de la empresa y poder implementar su plan de gestión sobre ella. (Campa, J. M.; 2008)

### 3.2.1 ¿Cuándo se da el mercado de control corporativo?

Las causas más comunes que originan el mercado de control corporativo son las siguientes: (Prowse, S.; 1997 & Ross, S. A.; Westerfield, R. W. & Jaffe, J. F.; 2000)

- Fusiones: En una primera fase, los equipos directivos negocian las condiciones de la transacción. Aunque para que se complete, se requiere la ratificación de los accionistas. En las fusiones es menos común que exista un cambio en el control corporativo porque éstas pueden estar motivadas también otras causas, como la diversificación, expansión de mercado, capacidad ociosa, etc.
- Adquisiciones: Pueden considerarse dos tipos:
  - Compra apalancada<sup>38</sup>: Es una oferta pública de adquisición<sup>39</sup> con la particularidad que las acciones adquiridas se financian casi totalmente con una emisión de deuda. Como resultado de un caso como éste, la proporción de deuda de la empresa aumenta radicalmente y llega a alcanzar niveles superiores a 50-60%.
  - Compra directiva<sup>40</sup>: Es un caso especial de compra apalancada en que los que realizan la oferta de adquisición son los mismos directivos de la empresa. Dejan de ser sólo directivos y se convierten también en propietarios. Generalmente se utiliza para convertir a una empresa en privada.
- Luchas de poder<sup>41</sup>: Surgen cuando la junta general de accionistas vota para cambiar la composición del actual consejo de administración. Sucede cuando un grupo de accionistas disidentes presenta una alternativa al consejo de administración, normalmente para cambiar la composición del mismo y la estrategia de la empresa.
- Intervención por organismos regulatorios: Es visto como el último recurso para las empresas cuyo desempeño sigue siendo deficiente, a pesar de haber tenido ya varios cambios en el control corporativo. Surge cuando algún organismo regulatorio (cualquier nivel de gobierno, banco central, institución o algún otro organismo) impone una amplia gama de acciones o controles sobre la dirección de una empresa. Estas medidas, directas o

---

<sup>38</sup> En inglés, *leveraged buyout*.

<sup>39</sup> OPA de acciones u otros valores. La OPA tiene lugar cuando una empresa (oferente), pretende adquirir acciones (u otros valores que puedan dar derecho a suscripción o adquisición de acciones, derechos de suscripción, obligaciones convertibles, warrants o similares) de una sociedad (sociedad afectada), cuyo capital esté en todo o en parte en una bolsa de valores, para de esta forma llegar a alcanzar, junto con la que ya se posea, en su caso, una participación significativa en el capital con derecho de voto de la sociedad.

<sup>40</sup> En inglés, *management buyout*.

<sup>41</sup> En inglés, *proxy contests*.

indirectas, responden a un pobre desempeño de la empresa en algunos aspectos de su operación, a algún rescate o protección hacia la empresa o industria del ramo o a alguna situación fuera de lo normal.

### 3.2.2 Objetivos del mercado de control corporativo

El control de una empresa puede adquirirse para dos fines:

- Para el desarrollo de un mejor plan de negocio para los activos de la empresa.
- O para el desarrollo de un plan que repercuta en un mayor valor a través de la gestión, pero a costa de extraer valor del otro conjunto de accionistas que no están involucrados en la gestión.

En el primer caso, se produciría una transacción deseable porque el comprador ayudaría a mejorar el control y gestión de los activos empresariales y favorecen la movilidad de los recursos productivos, elevando la eficiencia. En el segundo, se desearía que la transacción no se completara porque pudiera desmoralizar a la empresa, reducir la productividad y perjudicar la economía nacional. (Campa, J. M.; 2008)

En términos prácticos, el primer fin del mercado de control corporativo representaría un rescate de una empresa a otra. En cambio, el segundo fin estaría más próximo a un saqueo.

## 3.3 Mecanismos de control corporativo

Un gran número de investigadores ha analizado una serie de mecanismos de control corporativo con tal de evitar la discrecionalidad directiva. Éstos se pueden distinguir en dos tipos: los externos, constituidos por el mercado de capital humano, el mercado de valores, el mercado de bienes y servicios y legal/político/reglamentario, entre otros; y los internos, fundamentados en la estructura orgánica o jerarquía de la empresa. (García Soto, M. G.; 2003)

### 3.3.1 Mecanismos externos

Los mecanismos de control externos pueden jugar un importante papel en la alineación de los intereses de los directivos y accionistas, sobre todo cuando los mecanismos internos son inadecuados (Hoskisson & Turk; 1990 en García Soto, M. G.; 2003). Su objetivo es limitar la capacidad de los directivos para mantener comportamientos oportunistas y se derivan del funcionamiento de los distintos mercados competitivos de una economía de mercado.

Algunos de éstos son los siguientes:

- Mercado de capital humano, en el cual los directivos son contratados y cuyo “precio” depende del prestigio alcanzado por los mismos.
- Mercado de valores, donde se fija el precio de las acciones de las empresas de modo que se descuentan las posibles consecuencias de las actuaciones negligentes de los directivos.
- Mercado de bienes y servicios, aunque lento, es un mecanismo que impide la supervivencia de empresas que no ofrecen a sus clientes los productos deseados
- Sistema legal/político/reglamentario, que tiene la virtud de precisar y estabilizar algunos aspectos de la conducta de los directivos.

El mercado de capital humano o de control empresarial entra en juego cuando los intereses directivos intentan beneficiarse de alguna manera de la relación contractual, de manera que la existencia de equipos directivos dispuestos a competir por el control de recursos empresariales gestionados de forma ineficiente, permite expulsar a los directivos que mantengan políticas sub-óptimas de inversión e incentiva a éstos a mantener el criterio de optimización en la toma de decisiones. Se trata de un mercado que protege al accionista, que surge cuando otros mecanismos de control empresarial son lentos o han desaparecido, y que ofrece una supervisión gratuita en su actuación. Una alta posición de un directivo en una gran empresa puede hacer que éste consiga más poder, prestigio, dinero y satisfacción que esa misma posición en una empresa pequeña, por lo que se espera una competencia entre los directivos para conseguir una buena posición en las grandes empresas.

El mercado de valores refleja las decisiones de las empresas que cotizan en bolsa y, por tanto, es un instrumento de control de la actuación de los directivos que, a medida que los mercados son más eficientes, se vuelve más eficaz. Algunos autores demuestran que el control societario disciplina la actuación de los directivos en beneficio de su valor y sus accionistas. De tal forma que si los directivos no buscan la maximización de los rendimientos para los accionistas, verán ese hecho reflejado, lógicamente, en una reducción del precio de las acciones de la empresa. Si como consecuencia de ello, el valor de mercado de la empresa cae en relación con el valor descontado de los rendimientos de su capital económico, resultará tentador para terceros ajenos a la empresa comprar acciones, tomar su control y corregir su gestión de forma que se eleve el valor de las acciones.

Sin embargo, la eficacia de este mecanismo de mercado de valores no está exenta de ciertos inconvenientes, por citar algunos:

- Las tomas de control son tan costosas que solamente se recomiendan para controlar empresas con grandes fracasos en la actuación de los directivos.
- Las adquisiciones pueden incrementar los costos de agencia<sup>42</sup> si los directivos oferentes sobrepagan por las adquisiciones que les otorgan beneficios privados de control.
- Las tomas de control requieren un mercado de valores líquido.
- Las tomas hostiles son mecanismos extremada y políticamente vulnerables, ya que se oponen a los lobbies de directivos. Ante la amenaza de potenciales tomas de control, los directivos pueden tratar de “protegerse” mediante diversos instrumentos (*shark repellents*).

Haciendo referencia al mercado de bienes y servicios, cuando la empresa actúa en un entorno competitivo, las fuerzas de la competencia en los mercados presionan para que el objetivo de la empresa sea el de maximizar su valor; si algún factor, como el directivo, obtiene una remuneración superior a su aportación, puede hacer que ello afecte a la propia supervivencia de la empresa. En esta línea, para que este mecanismo de control sea eficaz, la estrategia a emprender consiste en aumentar el grado de competencia en los distintos mercados donde operan las empresas.

---

<sup>42</sup> Se refiere a los costos asociados a la delegación de la toma de decisiones de los propietarios/accionistas de la empresa hacia los directivos profesionales.

Y por último, es necesario señalar la relevancia del sistema legal/político/reglamentario como elemento explicativo de la configuración y grado de eficacia del sistema financiero de un país. Esta diferencia muestra cómo las diferencias en la legislación y en la calidad de ejecución de la ley en distintos países configuran el sistema de gobierno de las empresas y, por tanto, su capacidad para obtener recursos externos.

### 3.3.2 Mecanismos internos

Con respecto a los mecanismos de control internos, muchas organizaciones funcionan a través de una jerarquía o una cadena de gobierno, la cual identifica a aquellos grupos que tienen una influencia legítima sobre los propósitos de la organización.

Estos mecanismos, que operan a través del consejo de administración, de la junta de accionistas y del equipo directivo, promueven una justa y equilibrada distribución de toda la riqueza generada entre los grupos de interés de la empresa: accionistas, trabajadores, consumidores, proveedores y sociedad en general.

Pero no siempre cumplen correctamente con su objetivo. La existencia del mercado de control corporativo supone una fuente adicional de control a la gestión. Este mercado fuerza al actual equipo directivo a trabajar del modo más eficiente; de otro modo, habrá otro equipo dispuesto y con la posibilidad de desplazar al actual.

Cuando un inversionista descubre el funcionamiento ineficiente de una empresa —con tal de reestructurarla para volverla eficiente y aumentar su valor— puede lanzar una operación de toma de control de la misma, por las razones mencionadas en el punto anterior. En este caso, los accionistas actuales de la empresa en cuestión se beneficiarán, al menos parcialmente, de la reestructuración empresarial, toda vez que el comprador deberá pagar un precio superior al actual del mercado para adquirir las acciones que le permitan controlar la empresa.

Así, las M&A suponen un control adicional a la eficacia en la gestión del equipo directivo, toda vez que si los ejecutivos de la empresa no están empleando los recursos de la forma más productiva, inversionistas ajenos a la empresa pueden hacerse con el control de la misma para implantar una gestión más eficaz.

Se debe tener cuidado de no confundir el valor neto económico y social generado por las empresas con el beneficio para los accionistas. La generación de valor incluye a los consumidores de esos productos en el mercado. Esto implica que en mercados de productos finales competitivos, donde no existan barreras de entrada para productores y el consumidor se sienta bien suministrado de productos alternativos, el bienestar del consumidor se encuentra bastante bien garantizado por la dinámica competitiva. En estos mercados, las decisiones de los propietarios o accionistas en cuanto a la compraventa de sus empresas suele estar bien correlacionada con el incremento del bienestar social (Campa, J. M.; 2008). En cambio, el beneficio para los accionistas sólo representaría los dividendos anuales o alguna otra razón financiera, exclusiva para los propietarios de la empresa.

### 3.4 Implicaciones en el mercado de control corporativo

Comúnmente el control de una empresa se asocia a la adquisición de la mayoría accionaria de ésta, aunque no siempre es así. Algunos de estos casos que ejemplifican la excepción son los siguientes: (Álvarez Bustos, C. & Raineri Bernal, R., 2002)

- Cuando el porcentaje accionario que se necesita para controlar una sociedad depende de las provisiones sobre el derecho a voto contenido en los estatutos de la empresa, porque perfectamente pueden existir series de acciones con derecho a voto limitado o sin derecho a voto.
- Otro ejemplo se da cuando el control que ejercían los accionistas controladores en la empresa es mayor que el otorgado por su participación accionaria, principalmente por el apoyo y confianza que reciben de otros accionistas. Como consecuencia, para que otro grupo adquiriera el control es necesario comprárselo a quién verdaderamente lo tiene.
- También pueden existir estructuras piramidales o entrecruzamientos entre dos o más empresas, de modo que, a través del control de la empresa matriz, es posible controlar a las subsidiarias.
- Además, puede haber personas, sociedades o inversionistas institucionales que en su papel como segundos mayores accionistas, cumplan con una función de monitoreo sobre el grupo controlador.
- Finalmente, pueden existir pactos de accionistas o algún otro sistema de control<sup>43</sup>, que permite que una persona o empresa, que no posee la mayoría accionaria, pueda elegir a la mayoría de la dirección.

La importancia de este control radica en que en una sociedad anónima, por su naturaleza, las decisiones las adoptan quienes toman el control, y por esta razón existe un valor de mercado asociado a la posibilidad de dirigir la administración, o al menos, influir decisivamente en ella. Una forma de verificar el valor que el mercado le asigna al control es observando compras de empresas en que han producido una transferencia de control, que corresponde a la adquisición de una participación accionaria que le permite a la empresa adquiriente dirigir la administración de una empresa, o al menos influir decisivamente en ella, y donde la decisión de invertir es realizada precisamente con la intención de ejercer estas facultades de dirección o influencia. (Álvarez Bustos, C. & Raineri Bernal, R., 2002)

A la hora de la transferencia del control corporativo<sup>44</sup>, la empresa que se queda con el control no será responsable de las obligaciones y agravios de su predecesora, salvo bajo las siguientes circunstancias: (Reed Lajoux, A.; 2007)

- Si lo ha acordado explícita o implícitamente.
- Si la transacción es una fusión o consolidación.

---

<sup>43</sup> Un ejemplo sería las acciones doradas (en inglés, *golden shares*). Son títulos, que le permiten al tenedor ejercer un poder de veto sobre las decisiones tomadas con respecto a la empresa. Este tipo de acciones fueron populares durante la década de los 80, durante una etapa de privatizaciones de empresas, con tal que los gobiernos mantuvieran alguna forma de control sobre las empresas. Son utilizadas principalmente en Reino Unido. ([Investopedia](#))

<sup>44</sup> La transferencia de control de un grupo de accionistas a otro suele ir acompañada por la compraventa de la empresa, incluyendo todos los activos.

- Si el sucesor es una mera continuación de su predecesor.
- Si la transacción fue fraudulenta diseñada y para escapar de la responsabilidad.

Por ello, es vital revisar durante el *due diligence* el estado legal con respecto a las obligaciones de la empresa sucesora en caso de indemnizaciones compensatorias y por daños y perjuicios. Además, es crítico conocer todas las pólizas de seguro que tiene contratadas la empresa.

Ninguna empresa quisiera adquirir una que tuviera problemas escondidos y por tanto, la empresa adquiriente debe estar alerta ante cualquier amenaza que pudiera surgir ante cualquier problema legal con grupos de interés. He aquí algunos de ellos y lo que hay que considerar: (Reed Lajoux, A.; 2007)

- Consumidores, competidores, proveedores y otros contratistas. Conflictos contractuales, especificaciones (costo, calidad, etc.) del producto, prácticas deshonestas, extensión o rechazo de la línea de crédito, obstáculos al comercio, derechos de propiedad, entre otras.
- Empleados, discriminación, difamación, condiciones y prestaciones laborales, humillación y hostigamiento, rescisión de contrato, etc.
- Organismos reguladores: Leyes antimonopolios, ambientales, sanitaria y de seguridad.
- Accionistas: Desinversiones, obligaciones hacia los accionistas minoritarios, compensación a ejecutivos, desempeño financiero, decisiones de inversión, recapitalización, entre otras.

En Estados Unidos, Europa y Japón sobre todo, se ha generado gran interés desde el punto de vista legislativo, a nivel nacional y local. La legislación pretende fundamentalmente proteger a los accionistas minoritarios que no están muy de acuerdo en ceder el control y evitar las prácticas monopólicas.

Esta legislación debe tener como objetivo crear un marco que facilite la eficiente transparencia de la propiedad para fomentar la existencia de transacciones benéficas y evitar, en todo lo posible, las que sólo satisfacen intereses particulares y reasignen el valor, en lugar de crear más.

La forma práctica para realizar esta discriminación se hace a través de dos mecanismos:

- Establecimiento de mecanismos de transparencia e información que faciliten la eficiencia, disminuyan los costos de transacción y regulen la existencia de primas de control. Sobre todo cuando existe gran dispersión en la propiedad, se recomienda establecer niveles mínimos de propiedad que un accionista puede poseer antes de comunicar su participación al mercado y en el porcentaje a partir del cual se exige el lanzamiento de una oferta pública inicial.
- Tratamiento igualitario a todos los accionistas de la empresa en mecanismos de transferencia de propiedad.

A su vez, los juzgados y tribunales vigilan el cumplimiento de la legislación. En estos casos, es necesario que la dirección y el consejo de administración tengan buenas prácticas que demuestren visiblemente la adherencia y cumplimiento de sus obligaciones.

### 3.5 Mercado de control corporativo en las fusiones y adquisiciones

Una premisa fundamental que sustenta el mercado de control corporativo es la existencia de una alta correlación entre el eficiente manejo directivo y el valor de mercado de la acción de la empresa<sup>45</sup>. En una empresa mal manejada —en el sentido de no generar resultados para los accionistas— el valor de mercado de la acción disminuirá con relación a las acciones de otras empresas de la misma industria o del mercado en general. Este fenómeno tiene una importancia dual para el mercado de control corporativo.

Hay diversos mecanismos para tomar el control de las empresas. A continuación, los relacionados con las fusiones y adquisiciones. Los costos, dificultades, estrategia y consecuencias legales varían de acuerdo a las características de la operación.

#### 3.5.1 En las fusiones

En las fusiones, no es una persona sino una empresa quien tiene la intención de tomar el control de otra empresa. Además, el medio que se suele utilizar para tomar el control es mediante acciones<sup>46</sup>, y no tanto con dinero en efectivo. Y a diferencia de las adquisiciones, para que se lleve cabo una operación de este tipo, se requiere aprobación explícita de los grupos que tienen el control de la empresa objetivo.

El requisito de la aprobación directiva para las fusiones genera algunos resultados particulares. Generalmente, los incentivos e intereses de los directivos coinciden con los de sus accionistas en casi todo, excepto en que no tienen incentivos, como directores, para comprar más servicios directivos al menor precio posible. Incluso si el mercado de control corporativo está funcionando perfectamente, si el costo de las ineficiencias directivas está por debajo del costo en el que incurrirían inversionistas externos por tomar el control de la empresa, los directivos ineficientes seguirán ejerciendo el control y manteniendo sus beneficios, ya que no habría incentivos para ceder el control de la empresa ineficiente.

Este es un mercado en donde la información confiable sobre oportunidades de inversión valiosas es extremadamente difícil de descubrir. Por las razones mencionadas, los actores interesados en mantener el control no tienen incentivos para mostrar este tipo de información.

El gran problema en el mercado de control corporativo es encontrar información confiable en las nuevas oportunidades de inversión. Por ello, un análisis cuidadoso de la estructura de costos en la propia empresa y del valor de mercado de las acciones de otras empresas en la misma industria generará información que puede ser confiable con un cierto grado de confiabilidad. (Manne, H. G.)

En un mundo con mucha incertidumbre, donde las transacciones rentables se generan bajo situaciones donde la información disponible es confiable, no debe sorprendernos que las fusiones sean una estrategia muy recomendable para cambiar el control corporativo. La información confiable suele también estar disponible para proveedores y clientes.

---

<sup>45</sup> En empresas privadas, esta correlación no aplica. Sin embargo, el valor de mercado de la acción puede sustituirse por otro indicador como ventas totales, utilidad neta, participación de mercado, satisfacción del consumidor, nivel de servicio u otro.

<sup>46</sup> Considerando que las transacciones financiadas con acciones no están gravadas.

Los directores de las empresas tienen incentivos considerables para explotar esas oportunidades para su empresa, sólo mientras estén motivados a encontrar nuevas oportunidades de inversión. Pero es necesario tomar en cuenta que hay restricciones legales y prácticas para que particulares utilicen estas oportunidades en pro de su propio beneficio.

### 3.5.2 En las adquisiciones

A través de la compra de un determinado número de acciones se puede obtener el control de la empresa. Hay muchas técnicas utilizadas para comprar acciones. La más común es comprarlas directamente en el mercado, aunque también se pueden adquirir directamente con los principales accionistas, negociando el precio y manteniendo la operación en secreto.

Hay pocos, pero serios, problemas legales con las técnicas para comprar acciones. De hecho, el único que se ha presentado con regularidad en los años recientes resulta de la opinión de Adolf A. Berle, profesor de la Escuela de Leyes de Columbia, quien argumenta en su libro "La corporación moderna y la propiedad privada" que el control es un activo corporativo. Algunos abogados, continuando con la tesis de Berle, siguen presionando para establecer una regla de equidad en el precio de compra de acciones cuando algún externo busca el control de una empresa. (Manne, H. G.)

Los resultados económicos de esta regulación serían desafortunados. Por una parte, muchos tenedores de participaciones accionarias amplias rechazarían vender sus títulos a un precio que no compense lo que dejarían de recibir en un futuro. Y por otra, si a todos los accionistas minoritarios se les tuviera que pagar una prima muy alta, la operación muy probablemente no se realizaría porque el costo sería más alto. (Manne, H. G.)

Esta situación sugiere que, si el control lo ostentan una o pocas personas, el valor de mercado de las acciones sería el valor de la acción subyacente sin la parte proporcional de control. Esto es, si una persona posee 51% de las acciones de la empresa, no se pagará más por los derechos de voto asociados a las otras acciones, sin importar qué tanta actividad tengan las acciones en el mercado. Entre menos esté contenido el control en un mismo grupo, más probable será que los accionistas minoritarios participen en la negociación de la prima de la adquisición. Por lo tanto, un comprador al tener que negociar con muchos accionistas, le será más difícil adquirir el control de una empresa.

### 3.6 Conclusiones

Las fusiones son vistas, en muchas ocasiones, como la estrategia corporativa más eficiente ya que son de considerable importancia para la protección de los intereses de accionistas minoritarios y deseables desde un punto de vista de generación de riqueza. Además, es preferible una fusión de empresas que una bancarota o concurso mercantil, ya que esta última generaría incertidumbre en el mercado, desempleo y un mercado desatendido por la falta de un competidor.

El mercado de control corporativo implica un número de ventajas importantes que deben ser comparadas con la reglamentación antimonopolios. Pero, entre las ventajas de la primera están menos procedimientos inútiles de bancarota, una dirección más eficiente de empresas, la

protección de intereses de accionistas minoritarios, movilidad de capital creciente y una mejor distribución de recursos. (Manne, H. G.)

La gran dificultad en el mercado de control corporativo es reconocer las características y adecuarlas *ad hoc* a la situación.

## Referencias

Álvarez Bustos, C. & Raineri Bernain, R.; *Mercado de control corporativo en Chile*; Departamento de Ingeniería Industrial y de Sistemas, Escuela de Ingeniería, Pontificia Universidad Católica de Chile; octubre de 2002.

Baldwin, C. Y., Bagley, C. E. & Quinn, J. W.; *M&A Legal Context, Basic Framework for Corporate Governance*; HBS, 803200-PDF-ENG; 2003.

Campa, J. M.; *El control corporativo: Mecanismos de mercado*; IESE; 2008.

Campa, J. M.; *El mercado de control corporativo: Una perspectiva económica*; IESE; 2008.

Cruz, G.; [Consejo Corporativo de Alta Efectividad, Capítulo 1. Antecedentes](#); Deloitte México; 2004.

Fernández, P.; *Fusiones, adquisiciones y cambios en el control de las empresas*; IESE; FN-226; 1989.

García Soto, M. G.; *Tesis Doctoral [El gobierno corporativo y las decisiones de crecimiento empresarial: evidencia en las cajas de ahorros españolas](#)*; 2003. Universidad Las Palmas de Gran Canaria.

[Glossary of Industrial Organisation Economics and Competition Law](#), compilado por R. S. Khemani & D. M. Shapiro, encargado por la Dirección de Asuntos Financieras, Fiscales y Empresariales, OCDE, 1993 en [Glosario de términos estadísticos](#), OCDE, 2003

Gran Enciclopedia RIALP, voz *Capitalismo*.

Manne, H. G.; [Mergers and the Market for Corporate Control](#); The Journal of Political Economy, Vol. 73, No. 2. (Apr., 1965), pp. 110-120.

Prowse, S.; *Corporate control in commercial banks*; Journal of Financial Research, December 22, 1997.

Reed Lajoux, A.; *M&A Due Diligence in the New Age of Corporate Governance*; Ivey; 9B07TA04; 2007.

Ross, S. A.; Westerfield, R. W. & Jaffe, J. F.; *Capítulo 30 Fusiones y adquisiciones*; Finanzas Corporativas; Editorial Mc Graw Hill; Quinta edición; 2000; p. 901, 910.

## CAPÍTULO 4. CASO PRÁCTICO: M&A FEMSA-HEINEKEN

*“...Teníamos que hacer algo. El grupo ya no estaba en los negocios clave, en lo que se pudiera llamar ‘on the top of the business’...”*

*...No se trata de vivir del pasado, sino de hacerlo para el futuro. Tenemos que dejar de ser una empresa con enfoque familiar del siglo XX, a una más institucionalizada, propia del siglo XXI...*

*...Los fenómenos de globalización que estamos presenciando, nos hacen particularmente vulnerables ya que nuestros productos suponen que vamos al último consumidor con marcas muy específicas...*

*...Lo que estamos viendo no es el cambio, es la preparación del cambio”<sup>47</sup>.*

En este capítulo analizaré la reciente M&A entre la mexicana FEMSA y la holandesa Heineken, ambas empresas productoras y distribuidoras de cerveza.

Considero que es importante porque es la segunda operación de mayor valor en la que ha estado involucrada una empresa mexicana (ver Tabla 4.1) y porque se genera en una industria muy dinámica, donde ha habido muchas M&A transfronterizas en los últimos años.

Tabla 4.1 Principales M&A entre empresas mexicanas y extranjeras.

| Lugar | Empresa Vendida                       | Empresa Compradora              | País Comprador | Valor (MDD) <sup>48</sup> | Año         |
|-------|---------------------------------------|---------------------------------|----------------|---------------------------|-------------|
| 1     | Grupo Financiero Banamex              | Citigroup                       | EUA            | \$12,555                  | 2001        |
| 2     | <b>FEMSA Cerveza</b>                  | <b>Heineken</b>                 | <b>Holanda</b> | <b>\$7,347</b>            | <b>2010</b> |
| 3     | Grupo Financiero BBVA Bancomer        | BBVA                            | España         | \$3,888                   | 2004        |
| 4     | Minera México                         | Southern Cooper Corporation     | EUA            | \$3,334                   | 2004        |
| 5     | Hylsamex                              | Techint Compañía Técnica        | Argentina      | \$2,711                   | 2005        |
| 6     | Grupo Financiero Inbursa              | Criteria Caixa Corp             | España         | \$2,146                   | 2008        |
| 7     | Grupo IMSA                            | Ternium                         | Luxemburgo     | \$1,854                   | 2007        |
| 8     | Cía. Mexicana de Gerencia y Operación | Gas Natural SDG                 | España         | \$1,448                   | 2007        |
| 9     | Sicartsa                              | Arcelor Mittal                  | Holanda        | \$1,439                   | 2006        |
| 10    | Cigarros La Tabacalera Mexicana       | Philip Morris International Inc | Suiza          | \$1,100                   | 2007        |
| 11    | Agua Fiel                             | Helados Alacant                 | España         | \$768                     | 2006        |

<sup>47</sup> Directivo de FEMSA al ser entrevistado, 28 de octubre de 1998. (González y González, F.; FEMSA al encuentro del siglo XXI; IPADE; (P)EPS-145; 1999.

<sup>48</sup> Cifras en millones de dólares (MDD).

|           |                       |  |        |       |      |
|-----------|-----------------------|--|--------|-------|------|
| <b>12</b> | Grupo Industrial NKS  | North American Liability Group           | EUA    | \$713 | 2005 |
| <b>13</b> | Hipotecaria Su Casita | Caja de Ahorros y Monte de Piedad Madrid | España | \$342 | 2008 |
| <b>14</b> | Grupo Gayosso         | Advent International Corp.               | EUA    | \$317 | 2007 |

#### 4.1 Consideraciones previas para una M&A

##### 4.1.1 Entorno de la industria cervecera

##### 4.1.1.1 En el mundo

El mercado mexicano juega un papel muy importante en el mapa mundial.

De los diez principales países productores de cerveza, que acumulan 67% de la producción, México es uno de ellos (ver Tabla 4.2). La producción global asciende alrededor de 1,815 millones de hectolitros de cerveza.

Tabla 4.2 Principales países productores de cerveza

| Lugar     | País          | Producción <sup>49</sup> | Consumo <sup>49</sup> | Participación en la producción |
|-----------|---------------|--------------------------|-----------------------|--------------------------------|
| <b>1</b>  | China         | 410.3                    | 428.4                 | 22.6%                          |
| <b>2</b>  | EUA           | 231.8                    | 250.9                 | 12.8%                          |
| <b>3</b>  | Rusia         | 114.0                    | 114.3                 | 6.3%                           |
| <b>4</b>  | Brasil        | 106.3                    | 109.0                 | 5.9%                           |
| <b>5</b>  | Alemania      | 102.8                    | 91.0                  | 5.7%                           |
| <b>6</b>  | <b>México</b> | <b>82.3</b>              | <b>63.1</b>           | <b>4.5%</b>                    |
| <b>7</b>  | Japón         | 61.1                     | 66.4                  | 3.4%                           |
| <b>8</b>  | Reino Unido   | 49.4                     | 52.9                  | 2.7%                           |
| <b>9</b>  | Polonia       | 35.6                     | 35.4                  | 2.0%                           |
| <b>10</b> | España        | 33.4                     | 37.6                  | 1.8%                           |
|           | Otros países  | 588.2                    | N. D.                 | 32.4%                          |
|           | <b>TOTAL</b>  | <b>1,815.0</b>           | <b>N. D.</b>          | <b>100%</b>                    |

Además de ser un importante productor, México es el tercer país más rentable para vender cerveza (ver Tabla 4.3). Sólo precedido por Estados Unidos y Brasil, las utilidades que se obtienen anualmente en México son de \$1,600 MDD, de acuerdo a cifras de JP Morgan.

<sup>49</sup> Cifras de producción y consumo en millones de hectolitros al año.

Tabla 4.3 Países más atractivos para la venta de cervezas

| Lugar | País          | Utilidades <sup>50</sup> |
|-------|---------------|--------------------------|
| 1     | EUA           | \$6,380                  |
| 2     | Brasil        | \$2,800                  |
| 3     | <b>México</b> | <b>\$1,600</b>           |
| 4     | Japón         | \$1,550                  |
| 5     | Canadá        | \$1,250                  |

| Lugar | País      | Utilidades <sup>50</sup> |
|-------|-----------|--------------------------|
| 6     | Alemania  | \$1,200                  |
| 7     | Rusia     | \$1,200                  |
| 8     | Australia | \$1,200                  |
| 9     | China     | \$850                    |
| 10    | España    | \$800                    |

#### 4.1.1.2 En México

En los últimos años, Fomento Económico Mexicano, S. A. (FEMSA) había sido superada en participación de mercado nacional por su competencia: Grupo Modelo, fabricante de la cerveza Corona. Algunos analistas consideraban que FEMSA había perdido pasión por el negocio cervecero y concentrado sus energías en su cadena de tiendas de conveniencia (Oxxo) y en la embotelladora de Coca-Cola. En las últimas dos décadas, la participación de mercado de FEMSA había reducido de una posición dominante de 55% a una menor de 43%. Grupo Modelo controlaba el 57% restante.

Para salir del mercado nacional, FEMSA se asoció con Heineken USA con el objetivo que sus marcas de cerveza se promocionaran y se vendieran en Estados Unidos. Los resultados no eran alentadores debido a que la participación de Heineken USA en el mercado estadounidense, incluyendo las marcas de FEMSA, era de apenas 4%.

La posición Grupo Modelo era envidiable. Dominancia del mercado mexicano y solidez en el mercado de exportación en Estados Unidos, en gran parte gracias a Corona. No había deudas en su balance y contaba con capacidad instalada de sobra. "Muchas cerveceras quisieran ser socios de Modelo", comentaron analistas de JP Morgan.

#### 4.1.1.3 Mapa corporativo

La industria cervecera había sufrido muchos cambios en la última década. Entre ellos, un proceso de consolidación y búsqueda de nuevos mercados.

El mercado global había pasado a estar dominado por gigantes como Anheuser-Busch InBev<sup>51</sup> y SABMiller<sup>52</sup>, conglomerados que han sido formados a base de M&A transfronterizas y que eclipsan

<sup>50</sup> Cifras de utilidades en millones de dólares. Estimaciones de JP Morgan y Plato Logic.

<sup>51</sup> AB InBev es una empresa con sede en Lovaina, Bélgica. Es el mayor fabricante de cerveza a nivel mundial. Cuenta con 200 marcas de cervezas. Algunas son Budweiser, Stella Artois, Beck's, Staropramen, Leffe y Hoegaarden además de marcas locales tales como Bud Light, Skol, Brahma, Quilmes, Labatt's Blue, Michelob, Harbin, Sedrin, Cass, Klinskoye, Sibirskaya Korona, Gilde, Chernigivske y Jupiler. La empresa emplea a unos 116 mil trabajadores en 23 países. El grupo InBev nació de la fusión de la empresa belga Interbrew y la brasileña AmBev en 2004. Cuatro años después, InBev compró a la estadounidense Anheuser-Busch.

<sup>52</sup> Hasta antes de la M&A entre Heineken y FEMSA, SABMiller (South African-Bavaria-Miller) era la segunda cervecera por volumen en el mundo después de InBev. SABMiller surgió por la fusión de la sudafricana South African Breweries y la estadounidense Miller Brewing en 2002, y luego con la colombiana Bavaria S.A en el 2005. La sede de la empresa se encuentra en Londres, Inglaterra. Al cierre del año fiscal 2008 (1/abril/

a las empresas mexicanas. Mientras FEMSA, una empresa familiar, facturaba \$4,000 millones de dólares (MDD) al año, los ingresos de Anheuser-Busch InBev y SABMiller ascendían a \$35,000 MDD y \$21,000 MDD, respectivamente.

En 2008, cuando InBev compró Anheuser-Busch Cos., se quedó con 50% de Grupo Modelo<sup>53</sup>, lo que le otorgó al rival de FEMSA un posible socio con amplios recursos y conocimiento del mercado. Bajo estas circunstancias, las posibilidades que Grupo Modelo sea tomado por completo no son nada despreciables.

Por su parte, Heineken estaba presionado por expandir su estrategia principal de vender cervezas premium en Europa Occidental y Estados Unidos, donde el consumo se había estancado. Era necesario buscar opciones en América Latina y Asia, porque se estaba rezagando ante sus rivales: AB InBev y SABMiller.

En 2008, Heineken había adquirido junto con la danesa Carlsberg A/S<sup>54</sup> a la escocesa Scottish & Newcastle Ltd. Lamentablemente, la compra no había generado los resultados que esperaban Heineken y Carlsberg.

El entorno nacional e internacional hacía que FEMSA se volviera atractiva como empresa objetivo en una M&A por el acceso que podía darle a otra empresa al mercado mexicano<sup>55</sup>. Para el caso particular de Heineken, le otorgaría la participación que le falta para tener el control de Kaiser<sup>56</sup>, una cervecera brasileña.

Heineken tenía que tomar una decisión rápido. Su posición dada la situación presente y futura de la industria no era alentadora. Además, había otros postores con mejor posición que estaban analizando una M&A con FEMSA.

#### 4.1.2 Heineken

Heineken tiene una amplia presencia a través de la red global de distribuidoras y productoras de cervezas. Heineken posee y dirige uno de los más amplios portafolios de marcas de cerveza y es una de las empresas más rentables y con mayor volumen de ventas del sector a nivel mundial. Sus principales marcas son Heineken y Amstel, aunque en total manejan más de 200 entre premium, regionales, locales y sidras.

##### 4.1.2.1 Historia

Heineken inició operaciones en 1864, cuando Gerard Adriaan Heineken adquirió una pequeña cervecería en el centro de Ámsterdam, Holanda.

---

2008 - 31/marzo/2009) AB InBev poseía 61% del mercado internacional, SABMiller contaba con 24% y Heineken con 14%.

<sup>53</sup> También en 2008, antes de la compra de InBev a Anheuser-Busch, esta última había adquirido 50% de Grupo Modelo.

<sup>54</sup> Cuarta empresa cervecera más grande del mundo, con sede en Copenhague, Dinamarca. Emplea a más de 43 mil personas.

<sup>55</sup> De acuerdo con FEMSA, el mercado potencial de cerveza en México es de 63 millones de consumidores y crece a un ritmo de 1 millón al año.

<sup>56</sup> Antes de la M&A entre Heineken y FEMSA, Heineken contaba con 17% de participación de Kaiser.

En 1933, después de 13 años de prohibición de alcohol, Heineken se estableció en Estados Unidos. Cuatro años después, en 1937, Heineken se convirtió en la primera cerveza holandesa en ser producida fuera del país, en las Indias Orientales Holandesas, hoy Indonesia. A lo largo de los años, el crecimiento y las adquisiciones han expandido a la empresa, particularmente en Europa, donde han creado una unidad de negocio fuerte y competitiva basada en el desarrollo sostenible.

En la operación y dirección de la empresa han estado involucradas cuatro generaciones de la familia Heineken. La pequeña cervecera local de Ámsterdam se ha convertido en una empresa de clase mundial con una marca global, con más de 55 mil empleados.

#### 4.1.2.2 Propiedad

La familia Heineken es el principal accionista de la empresa. (Ver gráfica 4.1)

Heineken N.V. es propiedad de Heineken Holding N.V. en 50.005%. FEMSA cuenta con 8.43% de participación y el resto (41.57%) es público<sup>57</sup>.

A su vez, Heineken Holding N.V. es propiedad de L'Arche Green N.V.<sup>58</sup> en 50.005%. FEMSA tiene 14.94% y la participación restante (35.06%) es de interés público.

#### 4.1.2.3 Dirección

A la cabeza del grupo Heineken está Heineken Holding N.V. mediante un consejo de administración<sup>59</sup>. La dirección de Heineken N.V. está a cargo de un consejo directivo<sup>60</sup> constituido por el presidente y director general (CEO) Jean-François van Boxmeer y por el director de finanzas (CFO) René Hooft Graafland.

Heineken tiene cinco direcciones regionales: Europa Occidental, Europa del Este y Central, África y Medio Oriente, América y Asia-Pacífico. Cada región está dirigida por un Presidente Regional. Los dos miembros del consejo directivo, los cinco presidentes regionales y cinco grupos de directores forman el comité ejecutivo<sup>61</sup>. Éste apoya el desarrollo de las políticas y asegura el alineamiento y la implementación de las prioridades y estrategias clave en toda la organización.

---

<sup>57</sup> En la página la Heineken, ese porcentaje público se conoce como “*free float interest*”.

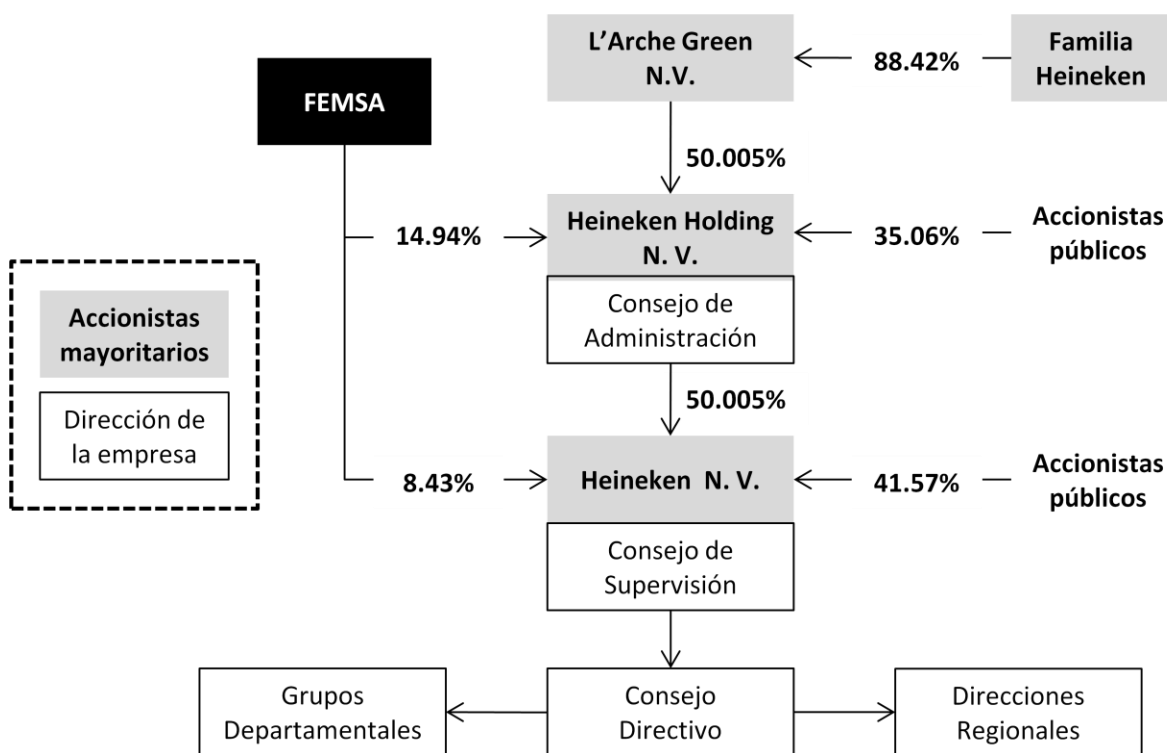
<sup>58</sup> La familia Heineken es dueña de 88.42% de L'Arche Green N.V. La otra parte (11.58%) la posee Greenfee B.V.

<sup>59</sup> En inglés, *board of directors*.

<sup>60</sup> En inglés, *executive board*.

<sup>61</sup> En inglés, *executive committee*.

Gráfica 4.1 Estructura de propiedad y dirección de Heineken



#### 4.1.2.4 Resultados

Durante la primera mitad de 2009, la mayoría de los ingresos de Heineken provenían de mercados maduros. (Ver Tabla 4.4)

Tabla 4.4 Distribución de ingresos de Heineken por región durante el primer semestre de 2009

| Región                    | Porcentaje |
|---------------------------|------------|
| Europa Occidental         | 55%        |
| Europa Central y del Este | 20%        |
| África y Medio Oriente    | 12%        |
| América                   | 11%        |
| Asia-Pacífico             | 2%         |

#### 4.1.3 FEMSA

FEMSA es una empresa que fabrica y comercializa productos de consumo en América Latina, con operaciones en nueve países: México, Guatemala, Nicaragua, Panamá, Argentina, Brasil, Costa Rica, Colombia y Venezuela.

#### *4.1.3.1 Historia*

FEMSA inició operaciones en 1890 con la fundación de Cervecería Cuauhtémoc en Monterrey, México, gracias a un grupo de empresarios encabezados por Isaac Garza, José Calderón, José A. Muguerza, Francisco G. Sada, y Joseph M. Schnaider. Actualmente, la empresa ha pasado de ser solamente una cervecera a una empresa de consumo que integra a la industria de bebidas (refrescos, jugos, agua embotellada, entre otras) y la operación de tiendas.

En 1979 incursionó en el mercado de refrescos al formar Coca-Cola FEMSA. En 1993 se asocian con The Coca Cola Co. Esta importante empresa global adquiere 30% de las acciones de Coca-Cola FEMSA.

Para competir de mejor manera con Grupo Modelo, líder cervecero en el centro y occidente de México, se fusionó en 1985 con la Cervecería Moctezuma, empresa líder de producción y distribución de cerveza en el sur del país. Esta sinergia permitió mantener un posicionamiento alto en el mercado nacional y reforzar la competitividad en el mercado internacional, agregando las prestigiadas marcas Dos Equis Lager, Superior, Sol y Noche Buena, al portafolio de Cuauhtémoc.

En junio de 2004, FEMSA firmó un acuerdo comercial con Heineken USA para comercializar sus marcas de cerveza en Estados Unidos.

#### *4.1.3.2 Estructura corporativa*

FEMSA opera a través de dos unidades de negocio que son apoyadas por un área de insumos estratégicos, diseñada para impulsar las operaciones de refrescos y comercio.

- Coca-Cola FEMSA con 53.7% de participación. El restante lo posee The Coca-Cola Co. (31.6%) y el público inversionista (14.7%).
- FEMSA Comercio (Oxxo) es propiedad única de FEMSA.

#### *4.1.3.3 Consejo de administración y dirección general*

El consejo de administración de FEMSA está conformado por 19 miembros, de los cuales 6 son independientes. Bajo la legislación mexicana, los consejeros son elegidos por los accionistas de la compañía en la Asamblea Ordinaria de Accionistas.

José Antonio Fernández Carbajal es director general (CEO) desde 1995 y ha presidido el consejo de administración desde 2001.

La dirección general, a su vez, se apoya de las siguientes direcciones.

- Dirección de Coca-Cola FEMSA.
- Dirección de FEMSA Comercio.
- Dirección de FEMSA Insumos Estratégicos.
- Dirección de control corporativo de FEMSA.
- Dirección de finanzas.
- Dirección de desarrollo corporativo.
- Dirección de recursos humanos.

- Dirección de administración.
- Dirección general de asuntos corporativos.

#### 4.1.3.4 Resultados

En total, FEMSA cuenta con 100 mil colaboradores y 7,167 rutas de distribución en América Latina. Su mercado es de 215 millones de consumidores.

En la siguiente tabla se presentan algunos indicadores financieros de 2009, incluyendo todavía la parte de FEMSA Cerveza.

Tabla 4.5 Ingresos totales y utilidad de operación de FEMSA durante 2009.

| Datos de 2009 | Ingresos             | Utilidad de operación |
|---------------|----------------------|-----------------------|
| Refresco      | 51%                  | 55%                   |
| Cerveza       | 23%                  | 29%                   |
| Oxxo          | 26%                  | 16%                   |
| <b>TOTAL</b>  | <b>\$202,652 MDP</b> | <b>\$36,034 MDP</b>   |

## 4.2 Selección de candidatos para la M&A

La M&A entre FEMSA y Heineken no fue fortuita. FEMSA recibió varias ofertas por su división de cerveza, pero la de Heineken resultó la más conveniente.

### 4.2.1 Ofertas

La primera empresa en mostrar interés por FEMSA fue SABMiller en junio de 2009. Le siguió Heineken en septiembre.

En noviembre del mismo año, Kirin Holdings<sup>62</sup> volteó a ver a FEMSA. Por último, Diageo<sup>63</sup> se sumó a la lista de postores en diciembre.

SABMiller era vista como la empresa con más fortalezas para ser la elegida, pero finalmente se retiró de la carrera. ¿La causa? “Diferencias en la valuación del negocio, particularmente por las operaciones de FEMSA”, comentó una fuente que pidió el anonimato porque las negociaciones no son públicas.

<sup>62</sup> Empresa japonesa de alimentos y cerveza. Distribuye localmente marcas extranjeras como Budweiser y Heineken.

<sup>63</sup> Diageo produce y distribuye marcas premium de licores, vinos y cervezas, como Smirnoff, Johnnie Walker, Baileys y Guinness. Tiene, además, la comercialización exclusiva de Tequila Cuervo en Estados Unidos. En el año fiscal que terminó en junio (2009), Diageo registró ventas por \$15,178 MDD, un aumento de 15%. Diageo es una empresa británica, líder mundial en la producción y distribución de bebidas alcohólicas de marcas Premium. Datos adicionales de Diageo:

- Opera en 180 países.
- Su valor estimado es de \$42,000 MDD.
- Emplea a 24,000 personas.

SABMiller no tenía interés en la brasileña Cervejarias Kaiser por tres razones:

- Enfrentaría doble competencia en ese país. Por una parte de AB InBev, formada por una empresa brasileña. Y por otra, Heineken ya contaba con 17% de Cervejarias Kaiser.
- No le agradaba el acuerdo de distribución de largo plazo que tenía Kaiser con Coca-Cola FEMSA, embotelladora propiedad de la matriz de FEMSA Cerveza.
- Y prefería concentrarse sólo en México, un mercado que también presenta desafíos de competencia.

Según el director general y presidente de consejo de FEMSA, José Antonio Fernández, las posturas se evaluaron desde varias perspectivas, y la de Heineken ganó por unanimidad. "No solamente yo lo vi así, sino que dentro de mi equipo directivo ganó (el consenso) de forma unánime y posteriormente cuando lo planteamos al Consejo, también", afirmó Fernández.

#### 4.2.2 ¿Por qué Heineken?

El lunes 11 de enero de 2010, se anunció la M&A entre FEMSA y Heineken. ¿Qué factores determinaron que las empresas involucradas fueran la mexicana y la holandesa? A continuación:

"En general, la oferta de Heineken fue la mejor", mencionó José Antonio Fernández en una entrevista<sup>64</sup>. "No sólo en lo económico, sino también entendimiento cultural y relación con las otras divisiones", aseguró.

Desde el último trimestre de 2008, FEMSA estaba buscando la manera de fortalecer su división de cerveza. "El consejo de administración aceptó la búsqueda de opciones con la condición muy clara de no vender, sino, más bien, realizar un trato estratégico en el que pudiéramos cambiar los activos de la compañía por otros más globales y con mayores fortalezas", comentó Fernández.

Las empresas que tenían interés en la empresa visitaron y recorrieron las instalaciones de FEMSA. También realizaron entrevistas, pero sin que se dieran cuenta los ejecutivos y clientes. Incluso, tuvieron la oportunidad de ir a Brasil a ver sus operaciones.

FEMSA también hizo su tarea y evaluó a los postores. "Yo visité los cinco países más relevantes en los que está Heineken. Entrevisté al personal, fui con el director y con los clientes", enfatizó José Antonio Fernández.

"Heineken es la coincidencia más afortunada que FEMSA puede tener. Es un socio que tiene una coincidencia cultural con nosotros y que además hizo la mejor oferta de todas. Es una coincidencia que se da muy pocas veces. Por eso ganó", puntualizó.

El director general y presidente del consejo directivo de Heineken, Jean-François van Boxmeer, mencionó que las alianzas de comercialización entre Heineken USA y la división cervecera de FEMSA habían contribuido al acuerdo. "Tenemos mucho en común en la forma en que operamos", agregó van Boxmeer.

---

<sup>64</sup> Publicada en el periódico Reforma, 12 de agosto de 2010.

Para David Belaunde, del grupo financiero británico Barclays, hubo tres factores que ayudaron a formalizar la operación.

- A Heineken se le acababan las opciones en un mercado creciente. Prácticamente, esta era la última transacción interesante que le quedaba en Latinoamérica. En la región ya se le habían adelantado la brasileña AmBev y la colombiana Bavaria. AmBev se unió a Interbrewer (para formar InBev) y luego a Anheuser-Bush (AB InBev). Y Bavaria lo hizo con South African Breweries y Miller Brewing (SAB Miller).
- Si FEMSA se vendía a otro postor, Heineken hubiera perdido la distribución que ya tenía de las marcas de FEMSA en Estados Unidos. Esa distribución estaba empezando a rendir frutos con los magníficos resultados de marcas como Dos Equis Lager<sup>65</sup>, que estaban compensando la ligera caída que enfrentó la marca holandesa en ese país.
- FEMSA ya no podía avanzar en el centro del país y las supuestas sinergias entre la venta de cerveza y la de refrescos, de Coca-Cola Femsas, eran más bien una ilusión.

Por estas razones, entre otras como que ambas eran empresas familiares y socias en Brasil, los precios de las acciones terminarán por reponerse porque la empresa a cargo de José Antonio Fernández actuó a tiempo, asegura el analista Belaunde.

#### 4.2.3 Objetivos

Los objetivos que perseguía cada empresa les permitiría fortalecer su posición y otorgarles certidumbre a sus grupos de interés, ante un entorno más competitivo.

##### 4.2.3.1 De Heineken

La incursión en México (y Brasil) formaría parte de una estrategia global de Heineken para invertir en economías emergentes, con tal de contrarrestar el lento crecimiento en Europa Occidental.

Con respecto a las cervezas mexicanas, Heineken buscaría globalizar las marcas incluyéndolas en sus redes de distribución de todo el mundo. Por ejemplo, la distribución de Dos Equis y Sol en Europa pasaría a manos de Heineken en octubre de 2010. Hasta esa fecha, el control lo tenía Molson Coors Brewing Co.

Y con relación a la propia Heineken, que contaba con una presencia diminuta en México, buscaría colocar la marca e impulsar los volúmenes de ventas en más bares y establecimientos. “Mejorar las ventas sí es importante, pero no estaré obsesionado con ello. Me concentraré en aumentar los ingresos y las utilidades”, concluyó van Boxmeer.

En entrevista con The Wall Street Journal sostenida en septiembre (2010), van Boxmeer manifestó que la compañía no necesita desbancar a Grupo Modelo como el fabricante de cerveza más grande de México, ya que ellos le están apostando al potencial de las marcas en el extranjero.

Heineken se empezaría a producir en las plantas de México.

---

<sup>65</sup> Mediante la campaña “El hombre más interesante del mundo”, diseñada por la agencia de publicidad de Heineken USA, Havas SA. Se dice que Heineken ya estaba pensando llevar a XX Lager a Australia e Inglaterra.

#### 4.2.3.2 De FEMSA

De acuerdo con el análisis de Ixe Casa de Bolsa, FEMSA podrá enfocarse en las otras 2 divisiones que han sido parte crucial para su crecimiento: la embotelladora de Coca-Cola (KOF) y la tienda de conveniencia Oxxo.

Se consiguió lo que el consejo de administración buscaba: una operación estratégica para cambiar activos de FEMSA por otros más globales y con mayores fortalezas. "Imaginémonos la plataforma para las marcas mexicanas en más de 70 países", concluyó José Antonio Fernández.

#### 4.2.4 Valuación

Sobre la base de la cotización del precio de la acción de Heineken a \$32.925 el viernes 8 de enero de 2010, la valoración de FEMSA ascendía a \$3,800 millones de euros (\$5,400 millones de dólares). Además, tomará a su cargo las deudas de FEMSA y sus obligaciones en materia de jubilaciones, lo que elevó el costo total de la adquisición a \$5,300 millones de euros (\$7,347 millones de dólares).

#### 4.2.5 Actores que intervinieron

Los grupos financieros líder a nivel mundial Credit Suisse Group y Citigroup Inc. asesoraron a Heineken en el acuerdo.

FEMSA, por su parte, requirió del apoyo del banco de inversión Rothschild, experto en asesoría y ejecución de M&A y restructuración financiera; por Allen & Co., otro banco de inversión; y por Rebecca Miller, vicepresidenta de Morgan Keegan & Company, Inc., especialista en relaciones de largo plazo entre particulares, sus familias y empresas.

Como asesores legales de FEMSA participaron Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLP y Freshfields Bruckhaus Deringer LLP.

### 4.3 Cierre de la transacción

#### 4.3.1 Aprobación de organismos regulatorios

La empresa Fomento Económico Mexicano (FEMSA) informó al público inversionista que la Comisión Federal de Competencia<sup>66</sup> autorizó sin condiciones el intercambio estratégico de 100% de sus acciones de las operaciones de la Cervecería Cuauhtémoc Moctezuma, a cambio de una participación de 20% en la holandesa Heineken.

La transacción fue aprobada también por las autoridades comerciales relevantes en Estados Unidos, de acuerdo con el informe que FEMSA envió a la Bolsa Mexicana de Valores (BMV).

---

<sup>66</sup> Por sus siglas, CFC. Es un órgano desconcentrado de la Secretaría de Economía con autonomía técnica y operativa y se encarga de aplicar la política de competencia económica a través de la Ley Federal de Competencia Económica (LFCE). Se conformó en 1993. La competencia Económica es la rivalidad que se da entre empresas que participan en un mercado aplicando sus mejores estrategias de manera que pueden minimizar sus costos, maximizar sus ganancias y así mantenerse activas e innovadoras frente a otras empresas rivales.

#### 4.3.2 Aprobación de ambas empresas

Heineken estuvo de acuerdo en cerrar la transacción con FEMSA Cerveza el 30 de abril de 2010, luego de que sus accionistas aprobaron el acuerdo. Un día después, Heineken tomará el control de FEMSA Cerveza.

"El acuerdo es un reto fantástico y representa un gran impulso en nuestra posición mundial. Brasil y México son plataformas fantásticas de crecimiento para Heineken", dijo el presidente ejecutivo, Jean-Francois van Boxmeer, en la Asamblea Anual de la firma, celebrada en Ámsterdam el 22 de abril de 2010.

Días después, el 26 de abril, los accionistas de FEMSA hicieron lo propio y aprobaron la transacción estratégica con Heineken.

#### 4.4 Integración posterior

##### 4.4.1 En puestos directivos

FEMSA tendrá derecho a ocupar dos asientos en el consejo de supervisión de Heineken N.V. Uno de ellos lo ostentará José Antonio Fernández Carbajal, como vicepresidente de Heineken N.V. y presidente del Comité de las Américas (Estados Unidos, México, Brasil y Chile).

En la dirección general, Heineken designó desde principios de marzo a Michiel Herkemij<sup>67</sup> como el nuevo director general de la Cervecería Cuauhtémoc Moctezuma en México.

A su vez, Jorge Luis Ramos Santos, quien dejará el cargo de director general de esta división de FEMSA, se integrará como presidente regional adjunto del Comité de las Américas y además supervisará la integración operativa de las filiales SIVIESA (Sílices de Veracruz), que elabora envases de vidrio, y FAMOSA (Fábricas Monterrey), que fabrica hermetapas, ya que forman parte del paquete venta.

"Jorge Luis Ramos traerá a nuestro negocio una comprensión crítica de la dinámica, oportunidades y desafíos para Heineken en México y América Latina en términos más generales para aprovechar al máximo el enorme potencial que tendrá el portafolio de marcas conjunto. Por otra parte, Michiel traerá a México una gran experiencia de liderazgo adquirida en el manejo de una de las mayores operaciones y de más rápido crecimiento en el mundo para Heineken". Comentó John Nicolson, presidente de Heineken Américas.

Los nombramientos se dieron con la finalidad de ejercer una rápida integración de las operaciones de ambas empresas. Una vez que concluya y sea aprobada la transacción, ambos asumirán sus nuevas funciones directivas.

---

<sup>67</sup> Ingresó a Heineken en 2007 como director gerente de Cervecerías Nigeria. Ha desempeñado diversos cargos en los bancos ABN AMRO y Rabo Bank. También tuvo cargos directivos en British Tobacco en Reino Unido, España, Portugal y China. También participó en el ejército holandés.

#### 4.4.2 Ahorros

La M&A traerá una reducción de costos en la empresa holandesa, sobre todo eficiencias administrativas y operativas.

Analistas del sector han mencionado que esperan que Heineken aproveche las sinergias de racionalización en las áreas de compras para aprovechar que tiene una escala más grande para comprar más barato.

En un comunicado, Heineken señaló que la operación podría generar ahorros por 150 millones de euros (\$195 MDD) para 2013.

#### 4.4.3 Personal

"Heineken es muy cuidadoso con los trabajadores; tiene fama de serlo. De su equipo, probablemente vendrán otros administradores en puestos clave, pero no anticiparía grandes recortes", refirió un especialista en el sector.

La M&A con FEMSA no tendrá el mismo destino que la anterior que hizo Heineken en Inglaterra con la empresa Scottish & Newcastle, la cual resultó ser una adquisición muy cara porque una vez que tomó posesión, vino la debacle económica y la baja en el consumo de cerveza, provocando un recorte de 750 puestos de trabajo en Gran Bretaña.

Declaraciones de los trabajadores evidencian cómo se gestionó la operación con el personal.

Al cerrarse la operación entre Femsas Cerveza y Heineken se conservarán prestaciones al personal, como la clínica y el deportivo de la Sociedad Cuauhtémoc y Famosa. Desde enero, Heineken introdujo estrategias para "enfriar" temores de su personal sobre posibles despidos tras la M&A, o una posible pérdida de parte de sus prestaciones, como emotivas cartas de su director, Jorge Luis Ramos; buzón para resolver dudas en intranet o reuniones con grupos de su personal.

"No hemos visto recortes, estamos tranquilos porque nos mantienen informados de los avances de la transacción, y nos han pedido colaborar y contestar con transparencia a todo lo que nos pregunten el equipo de Heineken", comentó una empleada de Cervecería Cuauhtémoc.

### 4.5 ¿Fusión o adquisición?

#### 4.5.1 Tipo de M&A

La operación realizada entre FEMSA y Heineken se inclina más hacia una fusión que a una adquisición. Las condiciones en las que se generó la operación y las declaraciones de los directivos de ambas empresas así lo expresan.

Se trató de una operación amigable, que fue aprobada y bien vista por las direcciones generales y consejos de administración de ambas empresas.

Aunque FEMSA no dejó de existir porque la operación sólo involucró a Cuauhtémoc-Moctezuma y no a la embotelladora de Coca-Cola ni a las tiendas Oxxo, la división de cerveza sí dejó de pertenecer a FEMSA y pasó a manos de Heineken.

De acuerdo a las clasificaciones presentadas en el capítulo I, esta operación sería una fusión horizontal por ambas empresas que comparten productos y mercados: cervezas en el continente americano. Fue financiada mediante el intercambio de acciones.

El académico Mario Cerutti Pignat, investigador de la Facultad de Economía de la Universidad Autónoma de Nuevo León, se pronunció al respecto, puntualizando que no era una adquisición: "FEMSA no se liquida, sino se capitaliza para otros proyectos, que aún están por verse, de modo que por esta razón tampoco significa necesariamente que se pierda un bastión de los últimos del liderazgo empresarial nacional".

Por último, José Antonio Fernández enfatizó: "no es una venta, porque lo que hacemos es aportar nuestros activos, fusionarlos con los de Heineken, que se hará cargo de la operación de la compañía".

#### 4.5.2 Según el impacto en el precio de la acción

El lunes 11 de enero, día en que se anunció la operación, hubo reacciones diversas por parte de los analistas e inversionistas.

Para algunos, el precio quedó corto. FEMSA había tomado una decisión diferente, muy alejada de las decisiones tradicionales de los grupos mexicanos, a tal grado que el mercado no la esperaba. Aunque representó una disminución del valor de sus títulos (ver Tabla 4.6), agregará valor a los accionistas en el mediano y largo plazo, acordaron expertos.

Tabla 4.6 Reacción de los precios de las acciones de FEMSA en la Bolsa Mexicana de Valores y en el New York Stock Exchange (NYSE). Precios de cierre entre el viernes 8 de enero y lunes 11 de enero de 2010<sup>68</sup>.

| Mercado de valores | Acción   | 8 de enero  | 11 de enero | Variación | Volumen    |
|--------------------|----------|-------------|-------------|-----------|------------|
| BMV                | FEMSAUBD | \$63.11 MXN | \$54.80 MXN | -13.17%   | 37,540,500 |
| BMV                | FEMSAUB  | \$51.00 MXN | \$44.00 MXN | -13.73%   | 2,000      |
| NYSE               | FMX      | \$49.77 USD | \$43.00 USD | -13.60%   | 11,441,900 |

Francisco Suárez, director de análisis de Actinver, calificó la operación de decepcionante para los inversionistas, quienes esperaban un mejor precio. La decepción obedeció también a que SABMiller no hizo una contraoferta, lo que significa que no vio más valor que al que se llegó con Heineken, agregó Francisco Suárez.

<sup>68</sup> Elaboración propia con información de Yahoo finance.

Ana Paula Pedroni, analista del sector de bebidas del Grupo Financiero Ixe señaló que la noticia era positiva, aunque a corto plazo tenía un efecto negativo en la acción, dado que el monto que se esperaba era de entre \$7,500 y \$9,000 MDD, pero en general es favorable para FEMSA, ya que le da una plataforma mundial que le permitiría competir globalmente.

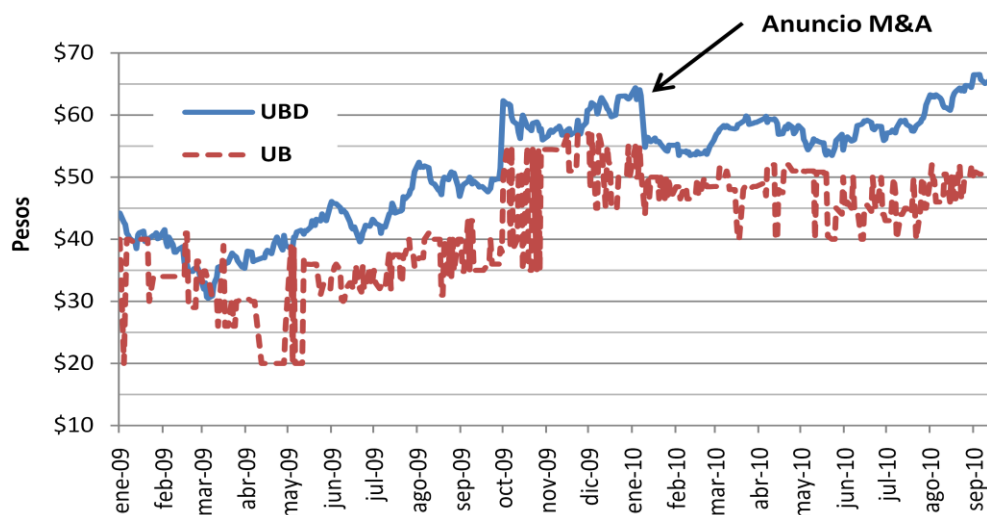
Sergio García, jefe de análisis de Value Casa de Bolsa, consideró que la noticia fue negativa para los inversionistas que apostaron a la especulación.

Moody's, empresa calificadora de riesgo, colocó en revisión a la baja la calificación de deuda (Aa1) de FEMSA luego de conocerse la noticia, pues considera que la operación podría debilitar el perfil crediticio de la compañía.

Euromonitor International tenía una opinión diferente. Destaca que si bien Heineken tuvo que pagar un alto precio por FEMSA, la transacción transformará a la compañía al darle acceso a los dos grandes mercados en América Latina.

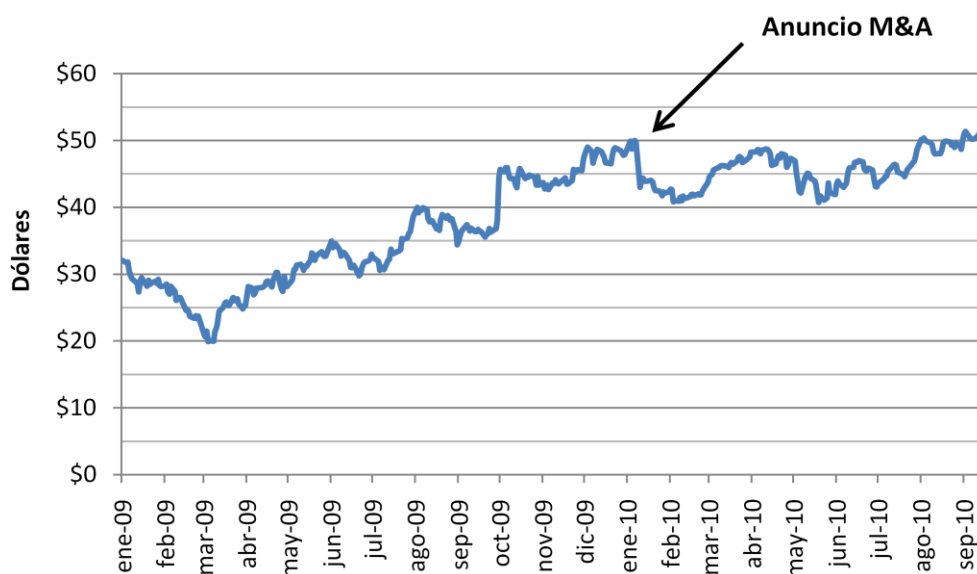
A pesar que las acciones de FEMSA tuvieron fuertes caídas, de las peores en los últimos años, repito lo que mencionó David Belaunde, del grupo financiero británico Barclays: “las acciones de FEMSA terminarán por reponerse porque supieron actuar a tiempo”. Esta tendencia parece que ya se está dando (ver Gráficas 4.2 y 4.3).

Gráfica 4.2 Comportamiento histórico del precio de cierre de las acciones<sup>69</sup> de FEMSA en la Bolsa Mexicana de Valores, ene/2009-sep/2010



<sup>69</sup> El capital social de FEMSA suscrito y pagado al 31 de diciembre de 2009 se encuentra distribuido en 2,161'177,770 Unidades BD (60.4%) y 1,417'048,500 Unidades B (39.6%). Las Unidades BD y las Unidades B cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores, S.A. de C.V. bajo las claves FEMSA UBD y FEMSA UB, respectivamente, y están inscritas en la Sección de Valores del Registro Nacional de Valores. Las Unidades BD cotizan además, en forma de Recibos Depositarios Americanos (American Depositary Receipts) en The New York Stock Exchange (NYSE) bajo la clave de cotización FMX. Las Unidades BD (UBD) cuentan con 23.437% de los derechos plenos de voto. En cambio, las Unidades B (UB) tienen 76.63% de los derechos de voto. ([Reporte Anual presentado ante la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, correspondiente al ejercicio fiscal terminado el 31 de diciembre de 2009](#))

Gráfica 4.3 Comportamiento histórico del precio de cierre de las acciones de FEMSA en el New York Stock Exchange, ene/2009-sep/2010.



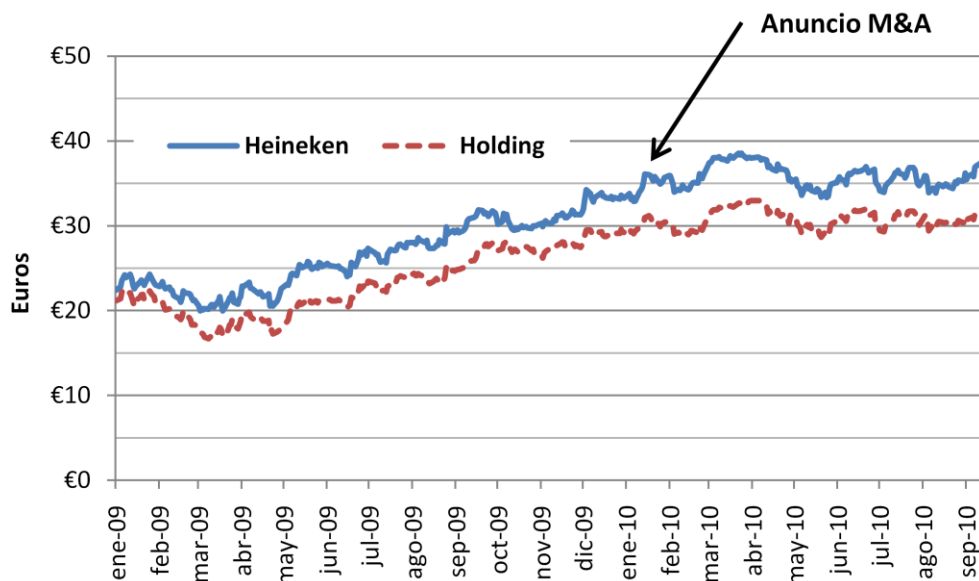
A diferencia de la reacción que ocasionó FEMSA, los mercados de valores vieron con mejores ojos la transacción de Heineken. (Ver Tabla 4.7 y Gráficas 4.4 y 4.5)

Tabla 4.7 Reacción de las acciones de Heineken en el mercado de valores de Ámsterdam, Holanda (AMS) y en Nueva York. Precios de cierre entre el viernes 8 de enero y lunes el 11 de enero de 2010<sup>70</sup>.

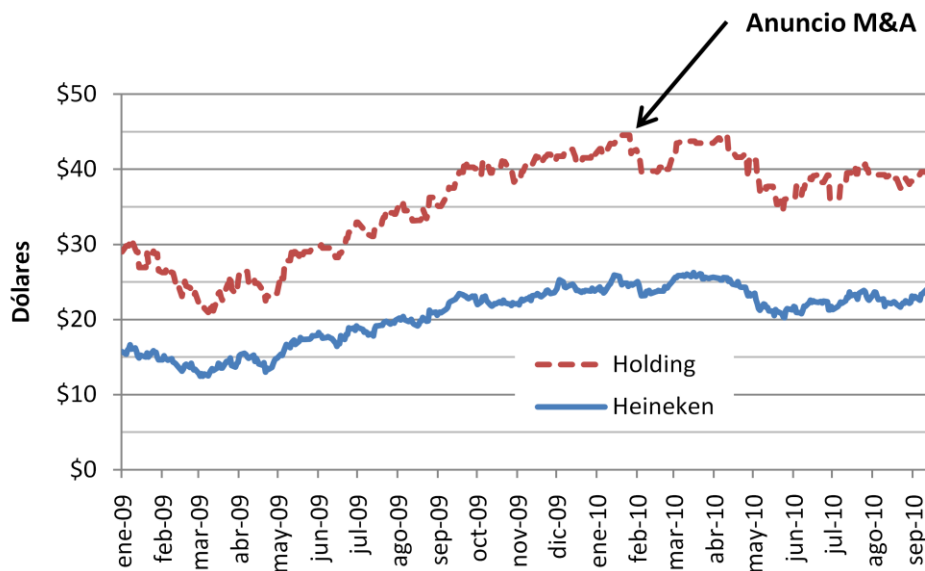
| Mercado de valores | Empresa          | Acción   | 8 de enero  | 11 de enero | Variación | Volumen   |
|--------------------|------------------|----------|-------------|-------------|-----------|-----------|
| AMS                | Heineken         | HEIA.AS  | € 32.92     | € 34.00     | 3.28%     | 8,164,200 |
| AMS                | Heineken Holding | HEIO.AS  | € 29.38     | € 29.80     | 1.43%     | 608,600   |
| NYSE               | Heineken         | HINKY.PK | \$23.70 USD | \$24.55 USD | 3.59%     | 101,500   |
| NYSE               | Heineken Holding | HKHHF.PK | \$42.00 USD | \$43.00 USD | 2.38%     | 1,000     |

<sup>70</sup> Elaboración propia con información de Yahoo finance.

Gráfica 4.4 Comportamiento histórico del precio de cierre de las acciones de Heineken en la bolsa de valores de Ámsterdam, Holanda, ene/2009-sep-2010.



Gráfica 4.5 Comportamiento histórico del precio de cierre de las acciones de Heineken en la bolsa de valores de Nueva York, ene/2009-sep/2010.



#### 4.5.3 De acuerdo a cómo es financiada la transacción

El acuerdo establece que FEMSA entregará su división de cerveza a cambio de 43'018,320 acciones de Heineken Holding N.V. y 72'182,201 acciones de Heineken N.V., que representan 14.94% y 8.43% de participación respectivamente. Pero, 29'172,502 (3.40%) de títulos de Heineken N.V. serán asignados mediante un instrumento de entrega programada durante los próximos cinco

años. El intercambio de acciones es el medio que más se utiliza para tomar el control de una empresa en una fusión.

Estas acciones asignadas serán adquiridas por Heineken en el mercado secundario, sin la necesidad de realizar una nueva emisión de títulos.

De hecho, según Simon Hales, analista de mercados en Londres, otro de los factores por los que hubo un desencanto hacia FEMSA, reflejado en la disminución del precio de la acción, es que no hubo intercambio de dinero en la transacción. Se hizo a través de acciones.

Para que Heineken pueda realizar la operación, tendrá que incrementar en 17.6% su deuda, a un total de \$10 MDD. Aunque no implicará un aumento en la relación deuda sobre EBITDA (beneficio antes de impuestos, intereses, depreciación y amortización), porque el grupo holandés aumentará su flujo de EBITDA al integrar a Cervecería Cuauhtémoc Moctezuma.

#### 4.5.4 Como estrategia de contracción

La M&A entre FEMSA y Heineken, literalmente, tiene características de desinversión. Aunque no se maneja como tal, pudiera categorizarse por razones mencionadas en el capítulo I. Son las siguientes:

- No es una venta de la división de cerveza, pero sí una separación de la matriz FEMSA.
- Quien se queda con esa parte es una empresa: Heineken. Si hubiera sido división de capital (*equity carve-out*) o separación (*spin-off*), sí se hubiera formado una nueva empresa.
- Cuauhtémoc-Moctezuma ya no encajaba muy bien en la estrategia principal de FEMSA, que prefirió enfocarse en las divisiones de Coca-Cola y Oxxo, cuyos márgenes de utilidad son más altos.
- Además, iba a ser muy difícil manejar la parte de cerveza en un entorno cada vez más competitivo, tanto a nivel nacional como internacional.

No fue considerada en los medios especializados como desinversión, pero considero para efectos prácticos de esta investigación, simplemente comentarlo.

## 4.6 Conclusiones

En este capítulo se han mencionado la teoría puesta en práctica, de acuerdo a los parámetros establecidos en los capítulos pasados. Por cuestiones de recursos y de confidencialidad no es posible ahondar y detallar más la operación, pero considero que la información disponible presentada permite conocer qué había alrededor de la M&A entre FEMSA y Heineken.

Me parece que fue una operación muy bien analizada por ambas empresas, para su propio beneficio. Sin duda, creo que fue una operación ganar-ganar.

Ante un entorno muy competido, estas empresas tendrán que hacer todo lo posible para que sea un éxito. Sólo el tiempo lo dirá. Pero no está de más, gestionar las buenas prácticas.

## Referencias

- De Córdoba, J. & Kesmodel, D.; *Femsa queda rezagada en México: ¿Falta de imaginación o desencanto con la cerveza?*; Reforma, octubre de 2009.
- Van Tartwijk, M.; [Heineken's Debt Poses Hurdle to a Femsa Deal](#); The Wall Street Journal, octubre de 2009.
- López, J. M.; *Interesa FEMSA a tres cerveceras*; Reforma; noviembre de 2009.
- Harrington, B.; [Diageo eyes Femsa's £5bn beer business](#); The Telegraph (UK), diciembre de 2009.
- [Heineken entra a capital de FEMSA](#); El Economista; enero de 2010.
- Estrecha Heineken negocio con FEMSA*. WSJ; Reforma; enero de 2010.
- Kesmodel, D., Cimilluca, D. & Van der Meulen, A. M.; *Con la compra de Femsa Cerveza Heineken fortalece su presencia en América Latina*; Reforma; enero de 2010.
- Kesmodel, D., Cimilluca, D. & McCracken, J.; *Heineken estaría a punto de comprar el negocio cervecero de la mexicana Femsa*; Reforma; enero de 2010.
- López, J. M.; *Concretan fusión Femsa y Heineken*; Reforma; enero de 2010.
- López, J. M.; *Hace Heineken la mejor oferta*; Reforma; enero de 2010.
- [Se fusiona la cervecería Cuauhtémoc Moctezuma con Heineken](#); Pasión por los negocios; enero de 2010.
- Goldstein, S. & Spain, W.; [Heineken to buy Femsa's beer operations for \\$5.5 billion](#); Market Watch; enero de 2010.
- Cepeda, F.; *Ceden firmas regias ante capital extranjero*; Reforma; enero de 2010.
- Cleary, A., Moran, N. & Black, T.; [Heineken to Buy Femsa Beer Unit in \\$7.7 Billion Deal \(Update2\)](#); Business Week; enero de 2010.
- Méndez, L.; [Heineken tendrá 42% del mercado mexicano](#); El Semanario, enero de 2010.
- Razones de Heineken*; Capitanes; Reforma; enero de 2010.
- De la Garza, G. & López, J. M.; *Se hará Heineken en el País*; Reforma; enero de 2010.
- Martínez, V.; *Asume Grupo Modelo el reto para competir*; Reforma; enero de 2010.
- López, J. M.; *Sorprende al mercado*; Reforma; enero de 2010.
- Alonso, R.; [CFC avala acuerdo FEMSA-Heineken](#); El Universal; marzo de 2010.
- Olvera, S.; *Dirigirá holandés cervecería regia*; Reforma, marzo de 2010.
- Olvera, S.; *Tomará Heineken cervecera en mayo*; Reforma, Un Vistazo; abril de 2010.
- Olvera, S.; *Aprueba transacción Asamblea de Heineken*; Reforma, Un Vistazo; abril de 2010.
- Olvera, S.; *Dispara Oxxo utilidad de Femsa*; Reforma, Un Vistazo; abril de 2010.
- [Accionistas de Heineken avalan comprar FEMSA; operación sería este mes](#); La Jornada; abril de 2010.
- [Aprueban accionistas de FEMSA transacción con Heineken](#); La Jornada; abril de 2010.
- Olvera, S. & Barrientos, A.; *Buscará Heineken ahorros*; Reforma, Un Vistazo; abril de 2010.
- González, A.; *'Enfría' Heineken temores entre empleados*; Reforma, Un Vistazo, abril de 2010.
- Rodríguez, K.; *Bebe el País 'chelas' con gran rentabilidad*; Reforma; agosto de 2010.
- Kesmodel, D.; *Heineken no aspira a la corona de Modelo*; Reforma; septiembre de 2010.
- Méndez, L.; *Modelo, en la cima*; El Semanario, 23-29 de septiembre de 2010, p. 21-22
- Gráfico animado *La cerveza en el mundo*; [Reforma sección Negocios](#).
- Página WEB de [Heineken International](#).
- Página WEB de [FEMSA](#).

## CONCLUSIONES

Como hemos visto a lo largo de estos capítulos, las M&A son una estrategia corporativa en donde puede haber ganadores y perdedores dentro y fuera de la empresa, o sólo ganadores. Todo depende de cómo sea dirigida y bajo qué circunstancias se dé la M&A.

Lo que no se puede negar es el rol tan significativo que tienen actualmente las M&A en la revitalización y subsistencia de las empresas, con las consecuencias que estas conllevan: las luchas de poder y el choque de culturas en todos los niveles de las empresas involucradas.

La causa de la mayoría de las operaciones de M&A fallidas no es el emparejamiento o la compatibilidad de las empresas, sino la pobre integración y seguimiento posterior, que se refleja en una falta de compromiso y hasta en desintegración de los trabajadores. En estos casos, el enfoque que se le suele dar a la M&A es mayoritariamente desde el punto de vista del negocio, financiero y operativo, dejando de lado la parte humana, que también es muy relevante para garantizar el éxito de la transacción. (Weiner, S. & Hill, R.; 2008)

Si las personas no están plenamente integradas en la M&A, decidirán dejar la empresa llevándose consigo el know-how o seguirán trabajando, pero sin sentirse plenamente comprometidas. De cualquier forma, los trabajadores dejarán de aportar ideas y tomar decisiones, ya no trabajarán al ciento por ciento y disminuirá la productividad de la persona y por consiguiente de la empresa.

La M&A no es una mera transacción de compra-venta. Para que sea exitosa, tiene que pasar por un proceso sistémico y sistemático<sup>71</sup>, compuesto generalmente por tres etapas: (Weiner, S. & Hill, R.; 2008)

- **Previo a la M&A:** Permite a las dos empresas ir creando una cultura de compromiso que involucre a todos los grupos de interés de ambas.
- **Durante la M&A:** Se va perfilando una visión compartida que se dispersa en todos los niveles de la organización. Esta visión se formula para apoyar y definir hacia dónde se dirige la nueva empresa e informar que la formación del nuevo ente está dentro de unos parámetros. Además, empieza a establecer una nueva identidad y una marca corporativa.
- **Posterior a la M&A:** El tiempo y las personas son la esencia de este proceso de colaboración. La comunicación es abierta y transparente. Se forman equipos interdisciplinarios con miembros de ambas empresas. Las sinergias se empiezan a construir y los resultados a llegar. La identificación de la nueva identidad se vuelve realidad.

No hay recetas secretas ni soluciones mágicas. Pero, si el proceso se planea y se dirige correctamente, y si se va perfeccionando durante su ejecución, las probabilidades para que sea adoptado comprometidamente por toda la organización serán altas, porque es lo más adecuado, coherente y consistente.

Considero que este alcance que están teniendo las M&A en México será un reto para las empresas mexicanas, que de hacerlo bien, puede convertirse en oportunidad. Explico las diferencias. Por una

---

<sup>71</sup> Diferencio “sistémico” de “sistemático” como un conjunto de elementos que interactúan para el logro de objetivos comunes y una metodología, respectivamente.

parte, representarán un reto porque las empresas deberán pasar por un proceso de transición que conlleva un cambio de paradigma, a nivel directivo y operativo. Deberán aceptar que se encuentran en una situación complicada debido a la apertura económica y tecnológica a nivel mundial, y que manteniéndose aislados, no podrán resolver los problemas que les atañen.

Por otra, una estrategia corporativa como las M&A les permitirá a las empresas mexicanas, independientemente si se unen a una empresa nacional o extranjera, tener más recursos para generar valor<sup>72</sup>, competir en un entorno cada vez más competitivo y evitar situaciones adversas como la bancarrota. La sinergia les permitirá obtener mejores beneficios que si lo hicieran por separado.

Todavía no creo que sea una crisis o que represente una amenaza para las empresas mexicanas por tres razones: muy pocas empresas son públicas, muchas tienen una estructura familiar y un gran número pertenecen al sector informal. Será difícil para una empresa apropiarse de otra que cumpliera con al menos una de las tres características mencionadas por la falta de información disponible, la excesiva concentración de poder y porque estaría entrando a terrenos no regulados. Por esta causa, no espero en un futuro cercano un gran apetito de empresas extranjeras por las mexicanas

El caso de FEMSA es emblemático. No estaba amenazado por Heineken o por alguna otra empresa por vender, pero se presentaba una oportunidad única tanto para FEMSA como para Heineken. La división cerveza de FEMSA no estaba generando tan buenos resultados como las divisiones de refrescos (Coca-Cola) y retail (Oxxo), y competía contra un rival muy fuerte (Grupo Modelo) que ya estaba asociado con la empresa líder a nivel mundial (AB InBev). Heineken buscaba invertir en regiones poco atendidas y con mucho potencial (como América Latina), pero las opciones que tenía para hacerlo se agotaban, FEMSA era la única y con quien tenía más compatibilidad.

Es cierto, cada una tuvo que adaptarse al cambio y sacrificar algunos beneficios, pero con un objetivo mayor. Por parte de FEMSA, enfocarse en sus divisiones estrella sin deshacerse completamente de la división de cerveza. Y de Heineken, participar en otros mercados para recuperar su posición dentro de las empresas líder en la industria.

Ejemplos como el de FEMSA hay y lo seguirá habiendo por factores más estructurales que coyunturales. Las empresas domésticas y las circunstancias del entorno nacional e internacional, a pesar de las deficiencias, lo propician. Sin embargo, dependerá de las mismas empresas que las estrategias de M&A funcionen y generen resultados.

Por último, concluyo con una respuesta que le contesta Dipak C. Jain<sup>73</sup> a Edward N. Isdell<sup>74</sup>, cuando este último le pregunta si su matrimonio era arreglado y cómo son los matrimonios arreglados en India. El doctor Jain contesta: “permítame decirle una cosa. Un matrimonio arreglado en India es como una operación de fusiones y adquisiciones. De igual forma a como se lleva a cabo una

---

<sup>72</sup> De cualquier tipo. Menciono algunos: económico, social (en este rubro se incluye la responsabilidad social) o personal, ambiental y político.

<sup>73</sup> Ha sido decano de Kellogg Graduate School of Management, Northwestern University (EUA) entre 2001 y 2009 y lo será de INSEAD Business School (Francia, Singapur y Emiratos Árabes Unidos) a partir de 2011. De nacionalidad india.

<sup>74</sup> Director general de The Coca-Cola Co. desde 2004. De nacionalidad irlandesa.

práctica de M&A, se deben hacer arreglos entre dos compañías, están los inversionistas que se encargan de ver los balances, y si los números coinciden se realiza la sinergia, entonces los directores se conocen y cierran el trato. Y digo que es lo mismo en India, nuestros valores no se sustentan entre dos individuos, sino entre dos familias. Así, las familias se reúnen al igual que los inversionistas, los parientes y los amigos también se conocen, y en lugar de comparar números, se comparan valores. Si los valores de las familias coinciden y todo parece ajustarse, los padres piden a sus hijos que se conozcan y formalicen la relación”.

### **Referencias**

Jain, D.; [La responsabilidad social empieza en cada uno](#); ISTMO #308; IPADE-Universidad Panamericana; 2010.

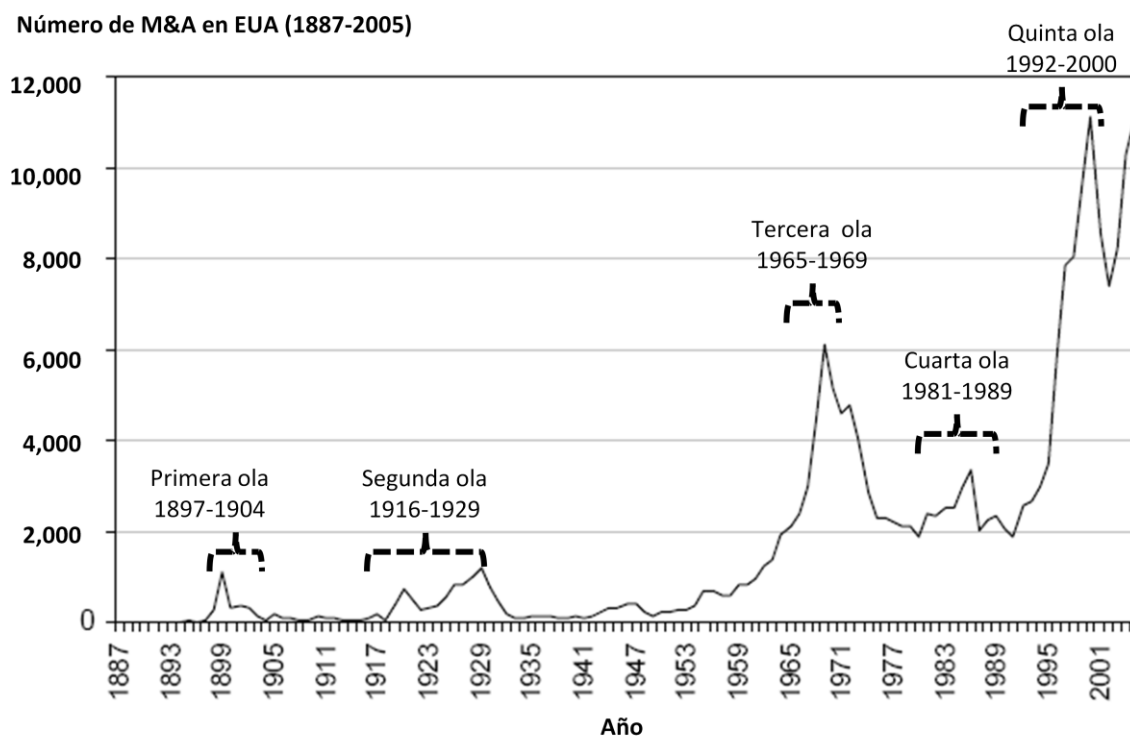
Weiner, S. & Hill, R.; Seven Steps to Merger Excellence; Ivey Business Journal; 9B08TE05; 2008.

## ANEXO 1. HISTORIA DE LAS M&A

En este anexo se describe el desarrollo de M&A corporativas en Estados Unidos, país que ha sido pionero y ha tenido mayor actividad en este tipo de estrategias corporativas.

La historia está dividida en cinco periodos de intensa actividad de M&A, que se describen en la siguiente gráfica, cada uno con sus particularidades. En cada periodo, se alcanza un máximo histórico de M&A y termina por condiciones económicas adversas.

Gráfica 1.1 Número de M&A en Estados Unidos entre 1887 y 2005.



### 1.1 Primera ola, 1897-1904

La primera ola de M&A inició justo después de la Depresión de 1883 y terminó en 1904, con un periodo de auge entre 1898 y 1902. Aunque las M&A de este periodo afectaron principalmente a empresas mineras y de la industria manufacturera, otras industrias también tuvieron mucha actividad relacionada. De acuerdo con el estudio de la Oficina Nacional de Investigación Económica<sup>75</sup> realizado por el profesor Ralph Nelson, ocho industrias<sup>76</sup> experimentaron la mayor actividad de M&A. Éstas acumularon dos terceras partes de la actividad total durante la primera ola.

Esta primera ola incluyó diversas M&A horizontales y consolidaciones de diversas industrias.

<sup>75</sup> Por sus siglas en inglés, *National Bureau of Economic Research (NBER)*.

<sup>76</sup> Metales primarios, productos alimenticios, derivados del petróleo, químicos, equipo de transporte, productos manufacturados de metal, maquinaria y carbón.

Tabla 1.1 Número de M&A, 1897-1904.

| Año          | Número de M&A | Año          | Número de M&A |
|--------------|---------------|--------------|---------------|
| 1897         | 69            | 1901         | 423           |
| 1898         | 303           | 1902         | 379           |
| 1899         | 1,208         | 1903         | 142           |
| 1900         | 340           | 1904         | 79            |
| <b>TOTAL</b> |               | <b>2,943</b> |               |

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

## 1.2 Segunda ola, 1916-1929

George Stigler, premio Nobel en Economía y ex profesor de la Universidad de Chicago, ha etiquetado a la primera y segunda ola como “fusionarse para monopolizar” y “fusionarse para oligopolizar”, respectivamente. Durante esta segunda fase, muchas industrias se consolidaron. Más que monopolios, el resultado fue en ocasiones la formación de una industria con una estructura oligopólica. La tendencia de consolidación establecida durante la primera ola continuó durante la segunda.

La economía estadounidense se siguió desarrollando, principalmente por el boom económico de la post-guerra (Primera Guerra Mundial), que inyectó mucho capital a los mercados de valores, ansiosos de recibirlo. La disponibilidad de capital, incentivada por condiciones económicas favorables y regulaciones muy laxas sentó las bases del crack de los mercados financieros en 1929.

A diferencia de la primera ola, el entorno anti-monopolio durante la década de los veinte fue más estricto que el que hubo durante la primera ola de M&A. En 1910, el Congreso (EUA) se preocupó por los abusos que ejercían los monopolios en el mercado. Además había quedado claro que el Acta Sherman no era tan efectiva para regular los monopolios. Como resultado, el Congreso aprobó el Acta Clayton en 1914, una ley que reforzaba las regulaciones anti-monopolio establecidas en el Acta Sherman.

Mientras la economía y el sistema bancario mejoraban a finales de la primera década de 1900, esta ley anti-monopolio se convirtió en algo más importante para regular los monopolios. Con un entorno más estricto, la segunda ola produjo menos monopolios y M&A horizontales, pero más oligopolios y M&A verticales. También, muchas empresas de industrias no relacionadas se unieron. Ésta fue la primera formación a gran escala de conglomerados. Sin embargo, aunque esta combinación de empresas involucraba empresas que no producían los mismos productos, a veces tenían líneas de productos similares.

El número de M&A que hubo durante estas dos primeras olas fue financiada y apoyada principalmente por bancos de inversión.

Justo como en la primera ola, la segunda también presencié la formación de empresas que todavía existen: General Motors, IBM y John Deere.

Sólo entre 1926 y 1930, hubo un total de 4,600 fusiones. Y entre 1919 y 1930, 12 mil empresas de manufactura, minería, servicios públicos y bancos desaparecieron.

### 1.3 Tercera ola, 1965-1969

La tercera ola mostró un máximo histórico de M&A. Este nivel tan alto se debe, en parte, a un boom en la economía. Durante esos años, conocido como el periodo de los conglomerados, no era raro que empresas pequeñas adquirieran empresas más grandes. Esta ola se diferencia de las dos anteriores por dos factores principalmente:

- La mayoría de las empresas adquiridas ya no era significativamente menor que las adquirentes.
- La banca de inversión ya no era la única fuente de financiamiento y apoyo en las M&A.

Tabla 1.2 Número de M&A, 1963-1970.

| Año          | Número de M&A | Año           | Número de M&A |
|--------------|---------------|---------------|---------------|
| 1963         | 1,361         | 1967          | 2,975         |
| 1964         | 1,950         | 1968          | 4,462         |
| 1965         | 2,125         | 1969          | 6,107         |
| 1966         | 2,377         | 1970          | 5,152         |
| <b>TOTAL</b> |               | <b>26,509</b> |               |

El objetivo de los conglomerados formados durante este periodo fue más allá de meramente diversificar sus líneas de productos. El término “empresas diversificadas” se aplica generalmente a empresas que tienen algunas subsidiarias en otras industrias pero la mayoría de su producción está basada en una misma categoría. A diferencia de las empresas diversificadas, los conglomerados tienen un gran porcentaje de sus actividades en distintas industrias.

### 1.4 Cuarta ola, 1981-1989

Durante la década de los 70, el número de M&A disminuyó considerablemente. Esta tendencia se empezó a revertir a partir de 1981. Lo que caracterizó esta cuarta ola, a diferencia de las tres anteriores, fue el rol que desempeñó la toma hostil. Este tipo de transacciones se había vuelto aceptable como una estrategia de expansión desde 1908 y había ganado status como una actividad especulativa altamente rentable. Como consecuencia, las empresas y sociedades especulativas empezaron a considerar la toma hostil como un medio para obtener altos rendimientos en un corto plazo.

Tabla 1.3 Número de M&A, 1971-1989.

| <b>Año</b>   | <b>Número de M&amp;A</b> | <b>Año</b>   | <b>Número de M&amp;A</b> |
|--------------|--------------------------|--------------|--------------------------|
| <b>1971</b>  | 4,608                    | <b>1981</b>  | 2,395                    |
| <b>1972</b>  | 4,801                    | <b>1982</b>  | 2,346                    |
| <b>1973</b>  | 4,040                    | <b>1983</b>  | 2,533                    |
| <b>1974</b>  | 2,861                    | <b>1984</b>  | 2,543                    |
| <b>1975</b>  | 2,297                    | <b>1985</b>  | 3,001                    |
| <b>1976</b>  | 2,276                    | <b>1986</b>  | 3,336                    |
| <b>1977</b>  | 2,224                    | <b>1987</b>  | 2,032                    |
| <b>1978</b>  | 2,106                    | <b>1988</b>  | 2,258                    |
| <b>1979</b>  | 2,128                    | <b>1989</b>  | 2,366                    |
| <b>1980</b>  | 1,889                    |              |                          |
| <b>TOTAL</b> | <b>29,230</b>            | <b>TOTAL</b> | <b>22,810</b>            |

Otro factor característico de esta ola fue el tamaño e importancia de empresas involucradas en una M&A. Algunas de las principales empresas de EUA se involucraron en una M&A. Se consideró como la ola de las mega M&A (mega-fusiones o mega-adquisiciones) porque el número de transacciones valuadas en \$100 millones de dólares se multiplicó por 23 entre 1974 y 1986.

La década de los 80 se convirtió en el periodo de las M&A del billón (mil millones) de dólares. Las diez más importantes se presentan a continuación.

Tabla 1.4 M&A con precio de compra más elevado durante la cuarta ola.

| <b>Año</b>  | <b>Comprador</b>  | <b>Objetivo</b>      | <b>Precio (Billones)</b> |
|-------------|-------------------|----------------------|--------------------------|
| <b>1988</b> | Kohlberg Kravis   | RJR Nabisco          | \$25.1                   |
| <b>1984</b> | Chevron           | Gulf Oil             | \$13.3                   |
| <b>1988</b> | Philip Morris     | Kraft                | \$13.1                   |
| <b>1989</b> | Bristol Myers     | Squibb               | \$12.5                   |
| <b>1984</b> | Texaco            | Getty Oil            | \$10.1                   |
| <b>1981</b> | DuPont            | Conoco               | \$8.0                    |
| <b>1987</b> | British Petroleum | Standard Oil of Ohio | \$7.8                    |
| <b>1981</b> | U.S. Steel        | Marathon Oil         | \$6.6                    |
| <b>1988</b> | Campeau           | Federated Stores     | \$6.5                    |
| <b>1986</b> | Kohlberg Kravis   | Beatrice             | \$6.2                    |

Durante la cuarta ola, la complejidad del entorno de M&A se incrementó. Menciono algunos casos.

- El papel de la banca de inversión se hizo más agresivo.
- Las estrategias financieras, legales y políticas tanto de toma hostil como de defensa se sofisticaron.

- Se hizo más común el uso de deuda (compras apalancadas) en las M&A.
- El papel de empresas ofertantes y objetivos extranjeros creció.

Cuando el mercado de bonos basura<sup>77</sup> colapsó finales de los 80 y la economía cayó en recesión, parecía que la agitada actividad de las M&A terminaría. Al menos sí lo hizo con esta cuarta ola.

### 1.5 Quinta ola, 1992-2000

La pausa en la actividad de M&A, sin embargo, fue de corto plazo y el volumen de transacciones mejoró en 1992. Esto marcó el inicio de la quinta ola. Este periodo se caracterizó en transacciones mucho más grandes que la década anterior. Además, las transacciones empezaron a representar un fenómeno mundial, diferente de muchas de las que habían ocurrido durante la cuarta ola.

Muchas de ellas eran M&A estratégicas que involucraban empresas buscando expandirse hacia nuevos mercados fuera de EUA o tomando ventajas con sinergias. Países como Reino Unido, Francia y Alemania en Europa, Japón en Asia y Canadá empezaron a jugar un papel más importante a partir de finales de los 90, debido a la importancia que empezaron a tener sus mercados de capitales domésticos y valor de capitalización de sus empresas.

Tabla 1.5 Valor de M&A en economías desarrolladas, 1990-2000.

| Año  | EUA       | Inglaterra | Alemania | Francia | Canadá  | Japón   |
|------|-----------|------------|----------|---------|---------|---------|
| 1990 | \$301.3   | \$99.3     | \$17.1   | \$19.6  | \$25.3  | \$14.2  |
| 1991 | \$205.7   | \$67.5     | \$18.6   | \$26.4  | \$13.7  | \$6.6   |
| 1992 | \$216.9   | \$51.5     | \$19.0   | \$28.1  | \$13.1  | \$4.2   |
| 1993 | \$347.7   | \$42.6     | \$15.6   | \$23.3  | \$18.1  | \$6.5   |
| 1994 | \$483.8   | \$52.6     | \$10.4   | \$29.6  | \$26.0  | \$5.3   |
| 1995 | \$734.6   | \$157.7    | \$17.3   | \$23.6  | \$36.1  | \$40.4  |
| 1996 | \$930.8   | \$133.9    | \$14.9   | \$59.3  | \$49.9  | \$12.0  |
| 1997 | \$1,248.1 | \$178.0    | \$62.8   | \$87.1  | \$63.4  | \$20.1  |
| 1998 | \$2,009.2 | \$214.2    | \$68.5   | \$103.8 | \$94.6  | \$25.7  |
| 1999 | \$2,149.9 | \$434.0    | \$339.2  | \$313.4 | \$97.5  | \$202.1 |
| 2000 | \$2,073.2 | \$473.7    | \$174.8  | \$88.7  | \$230.2 | \$108.8 |

### Referencias

Gaughan, Patrick A.; *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*; Third Edition, Wiley M&A Library; 2002.

Steger, U. & Kummer, C.; [\*Why Merger and Acquisition \(M&A\), Waves Reoccur - The Vicious Circle from Pressure to Failure\*](#); IMD 2007-11.

<sup>77</sup> *Junk bond market*. El mercado de bonos basura es un tipo de mercado que se encarga de la compra-venta de bonos basura o de bonos que pagan una tasa de interés alta. También se conocen como bonos especulativos, bonos sin grado de inversión o bonos con un alto dividendo. No tienen parecido con la mayoría de bonos de inversión o préstamos bancarios.

## ANEXO 2. ENTORNO DE LAS M&A

### 2.1 A nivel internacional

De acuerdo a información del Reporte Global de Inversión 2010 publicado por la Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo<sup>78</sup>, la inversión extranjera directa (IED) mostró dinamismo renovado en el primer trimestre de 2010. Las M&A transfronterizas —todavía en un nivel bajo de \$250 billones (mil millones) de dólares en 2009— aumentaron 36% en los primeros cinco meses de 2010 comparado con el mismo periodo del año pasado. Este rebote, en parte debido a una menor aversión al riesgo por parte de inversionistas, a un dólar debilitado<sup>79</sup> y a economías con deficiencias en muchos países del mundo.

El panorama no era alentador. La disminución en las M&A transfronterizas representó la mayor parte de la baja en IED en 2009. El número de adquisiciones se contrajo 34% (65% en valor), comparado con una reducción de 15% en el número de proyectos Greenfield<sup>80</sup>. Las M&A son más sensibles a las condiciones financieras que los proyectos Greenfield. Esto es porque la incertidumbre en los mercados financieros oscurece el precio de las acciones, factor clave en las M&A, y porque los ciclos de inversión de las M&A son más cortos que en las inversiones Greenfield. La crisis global restringió el financiamiento disponible para la IED, reduciendo el número de adquisiciones. Mientras los precios disminuidos de las acciones redujeron el valor de las transacciones, junto con la reestructuración global también se generaron oportunidades para las empresas transnacionales que siguen siendo capaces de acceder a financiamiento. Aunque los flujos de IED a través de ambos métodos de entrada están mostrando signos de recuperación, las M&A lo están haciendo más rápido.

La IED cayó en los tres sectores: primario, manufacturero y servicios. Las industrias cíclicas como la automotriz y la química no fueron las únicas afectadas. La IED en industrias que fueron inicialmente resistentes a la crisis —incluyendo farmacéutica y de alimentos procesados— fueron también víctimas de la crisis. Sólo unas pocas atrajeron mayor inversión en 2009 que en 2008, como la eléctrica, distribución de gas y agua, así como equipo electrónico, construcción y telecomunicaciones. La IED en el sector manufacturero fue la más afectada, que reflejó una caída de 77% en M&A transfronterizas en comparación con 2008. La contracción en los sectores primario y de servicios fue menos severa —47% y 57% respectivamente— pero significativa. Esto continuó empujando su peso relativo en las transacciones transfronterizas globales, a costa del

---

<sup>78</sup> World Investment Report 2010 by the UN Conference on Trade and Development (UNCTAD).

<sup>79</sup> Aunque sigue siendo la moneda con mayor preferencia a nivel mundial, ya no es la única fuerte en los mercados. Divisas de países desarrollados como la libra esterlina, el euro y el yen siguen siendo alternativas, así como de algunos países en desarrollo como los BRIC.

<sup>80</sup> Una inversión Greenfield es una inversión en una oficina, industria manufacturera o alguna otra empresa física relacionada en un área donde no había infraestructura previa. El nombre proviene de la idea de construir algo literalmente en un “campo verde”, como un bosque o valle. A lo largo del tiempo el término se ha convertido en más metafórico. Las inversiones generalmente se ofrecen como alternativa a otra forma de inversión, como las M&A, Joint Ventures o acuerdos/concesión de licencias. Este tipo de inversiones se mencionan dentro del contexto de las IED. Es lo opuesto a las inversiones “Brown field”. Los países en desarrollo ofrecen incentivos fiscales, subsidios y otro tipo de beneficios para establecer inversiones de este tipo a las empresas transnacionales. Los gobiernos frecuentemente consideran que esta reducción de impuestos se compensa con la generación de empleo, conocimiento y tecnología que desarrollan el capital humano del país. ([Wikipedia](#))

sector manufacturero. Todavía algunas industrias en esos sectores fueron severamente afectadas: notablemente, el valor de las transacciones de M&A transfronterizas en servicios financieros se colapsó 87%.

Entre los más grandes receptores de IED, China alcanzó el segundo lugar en 2009, después de Estados Unidos. La mitad de los seis principales destinos para los flujos de IED son economías en desarrollo o en transición. Más de dos terceras partes de las M&A transfronterizas todavía involucran países desarrollados, pero el porcentaje de economías en desarrollo y en transición como receptores de estas transacciones ha crecido de 26% en 2007 a 31% en 2009 (ver tabla 2.1 y gráficas 2.1 y 2.2 siguientes). Además, este grupo atrajo más de 50% de los proyectos Greenfield en 2009. Por el lado de la inversión saliente, Hong Kong, China y Rusia, en ese orden, están dentro de los 20 principales inversionistas del mundo.

Afortunadamente, la situación económica ya no es tan desfavorable. Con base al indicador Global M&A Predictor<sup>81</sup>, la consultora KPMG estima que los resultados apuntan hacia una mejoría lenta pero segura en el mercado global de M&A durante 2010, aun cuando los créditos y financiamientos todavía no alcancen los niveles que tenían antes de la crisis.

Tabla 2.1 Distribución por región/economía receptora del número de casos de M&A transfronterizas e inversiones greenfield, 2007-2010

| Región/economía Receptora      | Ventas M&A Transfronterizas |            |            |            | Inversiones Greenfield |            |            |            |
|--------------------------------|-----------------------------|------------|------------|------------|------------------------|------------|------------|------------|
|                                | 2007                        | 2008       | 2009       | 2010*      | 2007                   | 2008       | 2009       | 2010*      |
| <b>Economías desarrolladas</b> | <b>74%</b>                  | <b>72%</b> | <b>69%</b> | <b>66%</b> | <b>52%</b>             | <b>46%</b> | <b>46%</b> | <b>49%</b> |
| Unión Europea                  | 39%                         | 38%        | 32%        | 32%        | 39%                    | 34%        | 30%        | 31%        |
| Francia                        | 3%                          | 3%         | 2%         | 3%         | 5%                     | 4%         | 3%         | 3%         |
| Alemania                       | 6%                          | 5%         | 4%         | 4%         | 4%                     | 4%         | 3%         | 3%         |
| Reino Unido                    | 10%                         | 10%        | 7%         | 9%         | 6%                     | 5%         | 8%         | 7%         |
| Estados Unidos                 | 18%                         | 17%        | 117%       | 16%        | 7%                     | 6%         | 9%         | 10%        |
| Japón                          | 2%                          | 2%         | 2%         | 2%         | 1%                     | 1%         | 1%         | 1%         |
| <b>Economías en desarrollo</b> | <b>22%</b>                  | <b>23%</b> | <b>23%</b> | <b>25%</b> | <b>42%</b>             | <b>47%</b> | <b>48%</b> | <b>45%</b> |
| África                         | 2%                          | 2%         | 1%         | 2%         | 3%                     | 5%         | 5%         | 5%         |
| Sudáfrica                      | 1%                          | 1%         | 1%         | 0%         | 0%                     | 1%         | 1%         | 1%         |
| América Latina y Caribe        | 6%                          | 6%         | 5%         | 8%         | 7%                     | 7%         | 9%         | 8%         |
| Brasil                         | 2%                          | 2%         | 1%         | 2%         | 1%                     | 2%         | 2%         | 2%         |
| México                         | 1%                          | 1%         | 1%         | 1%         | 2%                     | 2%         | 2%         | 2%         |
| Asia                           | 14%                         | 16%        | 16%        | 16%        | 32%                    | 35%        | 34%        | 32%        |
| Occidente asiático             | 2%                          | 2%         | 2%         | 2%         | 5%                     | 7%         | 7%         | 7%         |
| Sur, Este y Sureste            | 13%                         | 14%        | 15%        | 14%        | 27%                    | 28%        | 27%        | 26%        |

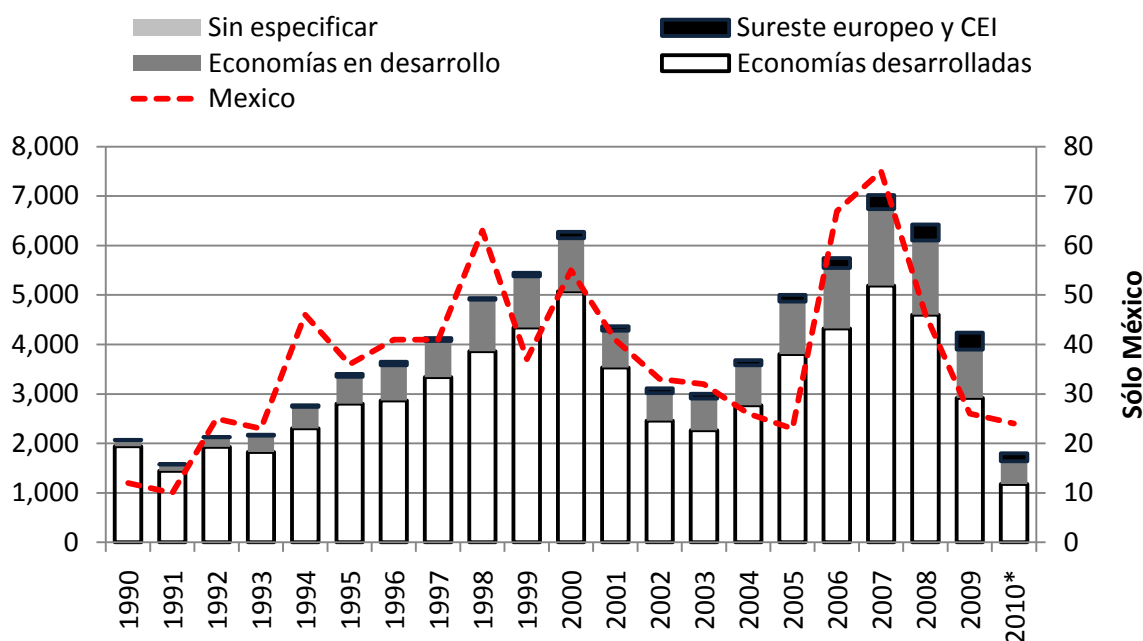
<sup>81</sup> Proyecta a futuro de las razones de deuda neta entre utilidades antes de impuestos, intereses, depreciación, amortización (EBITDA) y múltiplos de precio a utilidades de mil de las compañías más importantes en el mundo.

| asiático                            |              |              |              |              |               |               |               |              |
|-------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|--------------|
| China                               | 3%           | 4%           | 3%           | 3%           | 10%           | 9%            | 8%            | 8%           |
| Hong Kong                           | 2%           | 1%           | 2%           | 2%           | 1%            | 1%            | 2%            | 1%           |
| India                               | 2%           | 1%           | 2%           | 2%           | 1%            | 1%            | 2%            | 1%           |
| Sureste europeo y CEI <sup>82</sup> | 4%           | 5%           | 8%           | 9%           | 6%            | 7%            | 6%            | 6%           |
| Rusia                               | 2%           | 3%           | 4%           | 6%           | 3%            | 4%            | 3%            | 3%           |
| <b>TOTAL porcentual</b>             | <b>100%</b>  | <b>100%</b>  | <b>100%</b>  | <b>100%</b>  | <b>100%</b>   | <b>100%</b>   | <b>100%</b>   | <b>100%</b>  |
| <b>TOTAL de casos</b>               | <b>7,018</b> | <b>6,425</b> | <b>4,239</b> | <b>1,802</b> | <b>12,210</b> | <b>16,147</b> | <b>13,727</b> | <b>4,104</b> |

**Fuente:** base de datos de M&A transfronterizas de la UNCTAD e información de Financial Times Ltd, [Mercados fDi](#)

\* En el caso de las M&A transfronterizas, incluye el periodo de enero a mayo de 2010. Para las inversiones Greenfield, hasta abril de 2010.

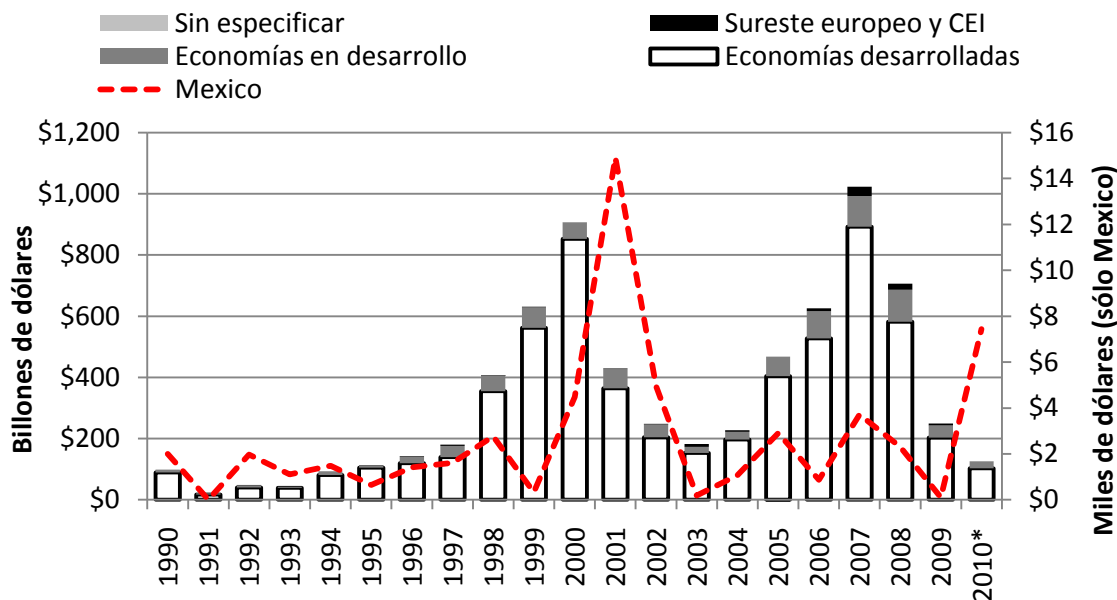
Gráfica 2.1 Número de ventas de M&A transfronterizas por región/país (incluye México), 1990-2010\*



**Fuente:** base de datos de M&A transfronterizas de la UNCTAD.  
\*Incluye el periodo de enero a mayo de 2010.

<sup>82</sup> Comunidad de Estados Independientes: Es una organización supranacional compuesta por diez de las antiguas quince Repúblicas Soviéticas, con la excepción de los 3 estados bálticos: Estonia, Letonia y Lituania, que actualmente son miembros de la Unión Europea; Turkmenistán, que abandonó la organización el 26 de agosto del 2005 para convertirse en miembro asociado; y Georgia, que se retiró el 18 de agosto de 2009. [\(Wikipedia\)](#)

Gráfica 2.2 Valor en dólares de las ventas de M&A transfronterizas por región/país (incluye México), 1990-2010\*



Fuente: base de datos de M&A transfronterizas de la UNCTAD.  
\*Incluye el periodo de enero a mayo de 2010.

## 2.2 En México y América Latina

El impacto de la crisis económica y financiera global redujo la IED en América Latina y el Caribe a \$117 billones de dólares —que representa una baja de 36% con respecto al nivel de 2008. Aunque Brasil, con una contracción de 42% en inversión recibida, más afectada que la región de América Latina, sigue siendo como el mayor receptor de IED en la región. Las M&A transfronterizas en la región colapsaron, convirtiéndose en negativas en 2009 debido a las ventas de afiliadas extranjeras a empresas domésticas, particularmente en Brasil. Se espera que las entradas de IED se recuperen en 2010 y seguirán creciendo en el mediano plazo, con Brasil y México manteniéndose en los destinos más populares de inversión (ver Tabla 2.2 con las M&A más representativas de la región), de acuerdo a encuestas de inversionistas.

La salida de inversión de IED de Brasil cayó a -\$10,000 millones de dólares, debido a un aumento de préstamos intra-compañía de las afiliadas en Brasil a sus matrices o corporativos extranjeros. Esto resultó en una baja de 42% en la inversión hacia fuera de la región. Sin embargo, las compras de M&A transfronterizas por empresas transnacionales de la región, dirigida principalmente en países desarrollados, creció 52% hasta alcanzar \$3,700 millones. El crecimiento de las empresas de la región, que inició en 2003, hará que la inversión hacia fuera crezca en el mediano plazo. Los flujos dirigidos desde América Latina dieron un brinco de un promedio anual de \$15,000 millones de dólares entre 1991-2000 a \$48,000 millones entre 2003-2009. Un creciente número de empresas latinoamericanas —principalmente brasileñas y mexicanas— se han estado expandiendo fuera de sus fronteras, incluso hacia economías desarrolladas.

El Global M&A Predictor pronostica que la región con mayor número en M&A será América Latina, por encima de regiones con mayor desarrollo económico como Europa, América del Norte y Japón. El estudio muestra que el apetito por las M&A crecerá 62% en América Latina. Le sigue Asia-Pacífico (excepto Japón) con 35%, África y Medio Oriente con 13%, Europa con 7% y América del Norte con 4%.

De acuerdo con Gabriel Torres, vicepresidente y analista sénior del grupo de riesgo soberano de la calificadora de riesgo Moody's, los mercados latinoamericanos volverán a crecer, quizás no a un ritmo tan elevado como durante el período 2003-2007, pero sí habrá una notoria recuperación. Por su parte, Cate Ambrose, presidente de Latin America Venture Capital Association, asegura que el financiamiento privado de empresas (mediante fondos de capital privado o de capital de riesgo) va a crecer en 2010, aunque no a los niveles de 2007 y 2008, que fueron años muy buenos.

México, particularmente, cuenta con ventajas significativas con respecto a otros países de la región. Resultados de la encuesta de confianza realizada por Deloitte sobre capital privado en América Latina, indican que México goza de los siguientes privilegios:

- Junto con Brasil y Argentina, tienen acceso a fondos internacionales.
- Al igual que Brasil, es un país que agrupa la mayoría de las oportunidades de inversión.
- Se espera que en Brasil se concentre 28% de las inversiones en los próximos 12 meses, Colombia 23% y México 16%.
- La estrecha relación con Estados Unidos.
- La participación del gobierno para el desarrollo de la industria mediante reformas al marco regulatorio y las contribuciones de capital. Es el caso de la banca de desarrollo, como Nacional Financiera.

La disponibilidad de capital y otras ventajas como la diversificación de riesgo chino<sup>83</sup> generará incentivos para que los inversionistas nacionales y extranjeros financien M&A en México, de tal forma que permita que las empresas consoliden operaciones y sigan siendo competitivas.

Además de las condiciones económicas favorables de la región desde 2003, las políticas del gobierno han contribuido a la consolidación de empresas domésticas dentro y fuera de su país (algunos ejemplos se presentan en la siguiente tabla). Actualmente, estos principales inversionistas extranjeros de la región son los grupos de empresarios más antiguos y grandes que prosperaron durante la era de sustitución de importaciones. También, las políticas de privatización en países como Brasil y México generaron "campeones" nacionales. Más recientemente, los incentivos gubernamentales en Brasil, incluyendo líneas específicas de crédito, han apoyado a la

---

<sup>83</sup> Se refiere a buscar países que permitan diversificar las inversiones para evitar los problemas que tiene China actualmente: la reducción de su superávit comercial, la subvaluación artificial del yuan, la acumulación de reservas, las diferencias geopolíticas, la posición sobre cambio climático, la situación política, entre otras. La lista de países es larga, pero... Corea del Sur no es un buen lugar, ya que su prioridad también es diversificar el riesgo chino y por eso negoció un TLC con EUA y quiere uno con México. Taiwán es riesgo chino. Tailandia se ha vuelto arriesgado. Malasia, Vietnam e Indonesia pueden contribuir a diversificarlo pero con ciertos límites. India tiene sus propias fuentes de riesgo. Europa Central no cuenta con trabajadores. Sudáfrica es una opción pero alejada geográficamente y no exenta de incertidumbre. En América Latina, Brasil es el único país con envergadura, pero sin una orientación exportadora y todavía con dudas sobre su propia apertura. México queda como un lugar atractivo si se logra mejorar la certeza jurídica, la seguridad y la estabilidad macroeconómica y política. (De la Calle, L.; 2010)

expansión de empresas. El acceso limitado a financiamiento, dentro del entorno del apretado mercado financiero internacional, puede dificultar la expansión futura. Estas empresas transnacionales seguirán beneficiándose de su baja relación deuda-ingresos; exposición limitada a la industria más afectada por la crisis, y la relativa resistencia de la economía de la región.

Tabla 2.2 Adquisiciones transfronterizas por empresas de América Latina y el Caribe, por región receptora, 2003-2009 (millones de dólares)

| Nombre de la empresa           | Industria             | País sede | Economías desarrolladas | América Latina y el Caribe | Global   |
|--------------------------------|-----------------------|-----------|-------------------------|----------------------------|----------|
| Vale S. A. (CVRD)              | Minería               | Brasil    | \$20,978                | \$1,529                    | \$22,507 |
| Cemex S. A.                    | Cemento               | México    | \$14,286                | \$0                        | \$14,286 |
| Metalurgica Gerdau S. A.       | Acero                 | Brasil    | \$6,780                 | \$693                      | \$7,473  |
| América Móvil                  | Telecom...            | México    | \$0                     | \$6,728                    | \$6,728  |
| FEMSA                          | Alimentos y bebidas   | México    | \$3,692                 | \$458                      | \$4,150  |
| Petrobras                      | Petróleo y gas        | Brasil    | \$452                   | \$2,565                    | \$3,017  |
| Telmex                         | Telecom...            | México    | \$0                     | \$2,813                    | \$2,813  |
| Grupo Bimbo                    | Alimentos y bebidas   | México    | \$2,500                 | \$5                        | \$2,505  |
| Grupo Industrial Minera México | Minería               | México    | \$2,220                 | \$26                       | \$2,246  |
| JBS SA                         | Ganado vacuno         | Brasil    | \$1,939                 | \$0                        | \$1,939  |
| Grupo Votorantim               | Cemento               | Brasil    | \$684                   | \$1,148                    | \$1,832  |
| Cencosud                       | Minorista             | Chile     | \$0                     | \$1,286                    | \$1,286  |
| Banco Itau                     | Servicios financieros | Brasil    | \$498                   | \$650                      | \$1,148  |
| Alfa                           | Holding               | México    | \$1,075                 | \$0                        | \$1,090  |
| Camargo Correa                 | Construcción          | Brasil    | \$0                     | \$1,025                    | \$1,025  |

*Fuente:* base de datos de M&A transfronterizas de la UNCTAD.

## Referencias

De la Calle, L.; [Ventana de oportunidades norteamericana](#); El Semanario; 25-31 de marzo de 2010; p. 13.

[Reporte Global de inversión 2010](#); Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo.

[Anexos y tablas](#); Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo.

[Estadísticas](#); Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo.

[Latin America Private Equity Confidence Survey](#); Deloitte; abril de 2009.

[Pronostica KPMG modestos incrementos en fusiones a nivel mundial para 2010](#); Portal Automotriz; 20 de enero de 2010.

[Se busca capital](#), Finanzas, Edición Internacional, América Economía, marzo 2010.